

Projekt implementace konceptu EVA ve společnosti XY a.s.

Bc. Martin Kuba

Diplomová práce
2013

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2012/2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Martin Kuba**

Osobní číslo: **M11392**

Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**

Studijní obor: **Finance**

Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt implementace konceptu EVA ve společnosti XY a.s.**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše popište tradiční a moderní koncepty pro měření a řízení výkonnosti podniku.

II. Praktická část

- Analyzujte vnější a vnitřní podmínky pro hodnocení výkonnosti podniku.
- Zhodnoťte výkonnost podniku pomocí tradičních měřítek a pomocí EVA.
- Vypracujte projekt implementace EVA pro měření a řízení výkonnosti podniku XY a.s.

Závěr

Rozsah diplomové práce: cca 70 stran
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

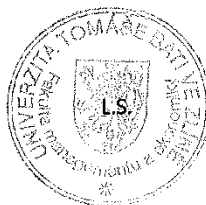
Seznam odborné literatury:

GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. Finanční analýza a plánování podniku. 3. vyd. Praha: Oeconomica, 2008, 180 s. ISBN 978-80-245-1108-5.
MARINIČ, Pavel. Plánování a tvorba hodnoty firmy. 1. vyd. Praha: Grada, 2008, 232 s. ISBN 978-80-247-2432-4.
NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vyd. Praha: Grada, 2002, 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Kateřina Struhařová
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: 22. února 2013
Termín odevzdání diplomové práce: 2. května 2013

Ve Zlíně dne 22. února 2013


prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby¹;
- diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3²;
- podle § 60³ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

¹ zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

- (1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlázení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce počítovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

² zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

- (3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vyrobené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

³ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování bakalářské/diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem diplomovou práci zpracovala samostatně a použité informační zdroje jsem citovala;
- odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně

28. 4. 2013

Maly

⁴ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jim dosaženého v souvislosti s učením díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlídně k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Diplomová práca sa zaoberá konceptom ekonomickej pridanej hodnoty a jeho následnej implementácie do riadenia spoločnosti XY, a.s.. Teoretická časť práce obsahuje popis a kritické hodnotenie tradičných a moderných ukazovateľov výkonnosti so zameraním na ukazovateľ EVA. V praktickej časti je charakterizovaná spoločnosť XY, a.s., jej vonkajšie a vnútorné prostredie a zhodnotená výkonnosť pomocou finančnej analýzy. Hlavnou náplňou práce je výpočet EVA a identifikácia generátorov hodnôt. V poslednej časti práce je na základe predchádzajúcich poznatkov navrhnutý projekt implementácie konceptu EVA do riadenia spoločnosti XY, a.s..

Kľúčová slova: Výkonnosť podniku, Finančná analýza, Ekonomická pridaná hodnota (EVA), Čisté operatívne aktíva (NOA), Zisk z operatívnej činnosti po zdanení (NOPAT), Priemerné vážené náklady na kapitál (WACC), Pyramídálny rozklad EVA

ABSTRACT

The diploma thesis deals with the concept of Economic Value Added and its implementation into the management system of company XY, a.s.. The theoretical part of thesis includes a description and critical evaluation of traditional and modern performance measurements with a focus on the indicator EVA. The practical part describes company XY, a.s., its external and internal environment and evaluate company performance using financial analysis. The main aim of thesis is calculation of EVA and the identification of the value generators. On the basis of preceding findings the final part of thesis deals with the implementation of the concept EVA in the management of company XY, a.s..

Keywords: Company Performance, Financial Analysis, Economic Value Added (EVA), Net Operating Assets (NOA), Net Operating Profit After Taxes (NOPAT), Weighted Average Costs of Capital (WACC), Pyramidal Analysis of EVA

Ďakujem pani Ing. Kateřině Struhařovej za cenné pripomienky a pozitívny prístup pri vedení diplomovej práce. Ďalej by som chcel poďakovať finančnému riaditeľovi spoločnosti XY, a.s. za poskytnuté informácie a venovaný čas.

Prehlasujem, že odovzdaná verzia diplomovej práce a elektronická verzia nahraná do IS/STAG sú totožné.

OBSAH

ÚVOD.....	11
I TEORETICKÁ ČÁST.....	12
1 VÝKONNOSŤ PODNIKU	13
1.1 SHAREHOLDER VALUE A STAKEHOLDER VALUE	13
1.2 SPÔSOBY HODNOTENIA FIRMY.....	14
1.3 KRITÉRIUM VÝKONNOSTI FIRMY	15
1.4 PRÍSTUPY K MERANIU VÝKONNOSTI PODNIKU	16
2 TRADIČNÉ UKAZOVATELE.....	17
2.1 UKAZOVATELE ZISKU	17
2.2 ABSOLÚTNE UKAZOVATELE	17
2.3 ROZDIELOVÉ UKAZOVATELE	18
2.4 POMEROVÉ UKAZOVATELE.....	18
2.4.1 Ukazovatele rentability	18
2.4.2 Ukazovatele likvidity	19
2.4.3 Ukazovatele zadlženosti.....	19
2.4.4 Ukazovatele aktivity.....	19
2.4.5 Ukazovatele cash flow	20
2.5 KRITIKA TRADIČNÝCH UKAZOVATEĽOV	20
3 MODERNÉ UKAZOVATELE	21
3.1 DISKONTOVANÉ CASH FLOW (DCF)	21
3.2 TRŽNÁ PRIDANÁ HODNOTA (MVA).....	22
3.2.1 Cash Flow Return on Investment – CFROI	22
3.3 EXCESS RETURN	23
3.4 RENTABILITA ČISTÝCH AKTÍV (RONA).....	23
3.5 BALANCED SCORECARD (BSC)	23
4 EKONOMICKÁ PRIDANÁ HODNOTA – EVA	25
4.1 PREPOČET OPERATÍVNYCH AKTÍV (NOA)	26
4.1.1 Vylúčenie neoperatívnych aktív.....	26
4.1.2 Aktivácia položiek nevykázaných v súvahe	27
4.1.3 Zníženie neúročeného cudzieho kapitálu	27
4.2 URČENIE VEĽKOSTI OPERATÍVNEHO VÝSLEDKU HOSPODÁRENIA NOPAT.....	27
4.3 VÝPOČET WACC.....	28
4.3.1 Stanovenie nákladov na cudzí kapitál	29
4.3.2 Stanovenie nákladov na vlastný kapitál	29
4.4 ÚČTOVNÝ MODEL EVA PODEA MPO ČR.....	31
4.5 MOŽNOSTI VYUŽITIA UKAZOVATEĽA EVA	31
4.5.1 Využitie EVA pre investičné rozhodovanie.....	31
4.5.2 Využitie EVA pre meranie výkonnosti podniku	32
4.5.3 Využitie EVA pre oceňovanie podniku	32
4.5.4 Využitie EVA pre odmeňovanie	32

4.6	GENERÁTORY HODNOTY EVA	33
4.7	IMPLEMENTÁCIA KONCEPTU EVA.....	33
4.8	ZHODNOTENIE EVA AKO UKAZOVATEĽA VÝKONNOSTI	36
II	PRAKTICKÁ ČASŤ	37
5	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY, A.S.....	38
5.1	ZÁKLADNÉ INFORMÁCIE O SPOLOČNOSTI	38
5.2	VÝROBNÝ PROGRAM	38
5.3	ORGANIZAČNÁ ŠTRUKTÚRA SPOLOČNOSTI XY A.S.....	39
5.4	ŠTRUKTÚRA ZAMESTNANCOV	40
6	ANALÝZA VNÚTORNÉHO A VONKAJŠIEHO PROSTREDIA	41
6.1	PORTEROV MODEL PIATICH SÍL	41
6.2	SWOT ANALÝZA	43
7	FINANČNÁ ANALÝZA.....	44
7.1	ABSOLÚTNE UKAZOVATELE	44
7.1.1	Majetková a finančná štruktúra podniku.....	44
7.1.2	Analýza výnosov a nákladov	45
7.1.3	Analýza zisku	47
7.2	ROZDIELOVÉ UKAZOVATELE	48
7.3	POMEROVÉ UKAZOVATELE.....	49
7.3.1	Analýza rentability	49
7.3.2	Analýza zadlženosti	50
7.3.3	Analýza likvidity	51
7.3.4	Analýza aktivity	52
7.3.5	Ďalšie ukazovatele	53
7.4	SÚHRNE UKAZOVATELE.....	54
7.4.1	Z-skóre (Altmanov model).....	54
7.4.2	Index IN05	55
7.5	ZÁVER K FINANČNEJ ANALÝZE.....	56
8	HODNOTENIE VÝKONNOSTI POMOCOU KONCEPTU EVA.....	58
8.1	VYMEDZENIE NOA	58
8.1.1	Vylúčenie neoperatívnych aktív.....	58
8.1.2	Aktivácia položiek	59
8.1.3	Stanovenie neúročeného cudzieho kapitálu	60
8.2	VYMEDZENIE NOPAT	61
8.3	VÝPOČET WACC.....	63
8.3.1	Náklady na cudzí kapitál	64
8.3.2	Náklady na vlastný kapitál	65
	<i>Odvodenie z nákladov na vlastný kapitál z nákladov na cudzí kapitál</i>	<i>67</i>
8.3.3	Priemerné náklady kapitálu.....	68
8.4	VÝPOČET EVA.....	69
8.5	IDENTIFIKÁCIA GENERÁTOROV HODNOTY	71
8.5.1	Pyramidálny rozklad	71
8.5.2	Citlivostná analýza	73

8.6	ZHODNOTENIE VÝKONNOSTI PODĽA MODELU EVA.....	75
9	NÁVRH IMPLEMENTÁCIE KONCEPTU EVA.....	76
9.1	ROZHODNUTIE O ZAVEDENÍ KONCEPTU EVA.....	76
9.2	ZOSTAVENIE IMPLEMENTAČNEJ SKUPINY.....	76
9.3	STRATEGICKÉ ROZHODNUTIA O PROGRAME EVA.....	77
9.3.1	Measurement.....	77
9.3.2	Management.....	80
9.3.3	Motivation.....	81
9.3.4	Mindset.....	83
9.4	PLÁN IMPLEMENTÁCIE.....	85
10	ZHODNOTENIE PROJEKTU IMPLEMENTÁCIE.....	87
10.1	PRÍNOSY.....	87
10.2	NÁKLADY.....	88
10.3	RIZIKA.....	89
11	ZÁVER.....	90
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	91
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	94
	SEZNAM OBRÁZKŮ.....	97
	SEZNAM TABULEK.....	98
	SEZNAM PŘÍLOH.....	100

ÚVOD

Meranie a riadenie výkonnosti podniku sa v súčasnej dobe stalo najdôležitejšou úlohou podnikových činností. Množstvo firiem hodnotí finančnú výkonnosť podniku stále na základe tradičných ukazovateľov s hlavným cieľom maximalizácie zisku. Takýto prístup sa ale v dnešnej dobe javí a považuje za nedostačujúci, čo vyplýva najmä z toho, že tieto ukazovatele nemajú reálnu vypovedaciu hodnotu. Ako vhodným merítkom výkonnosti podnikov preto vznikli moderné ukazovatele založené na riadení hodnoty. Jedným z týchto moderných prístupov merania výkonnosti je aj koncept ekonomickej pridanej hodnoty.

Ekonomická pridaná hodnota vychádza z ekonomického zisku, ktorého spoločnosť dosiahne ako rozdiel operatívneho zisku zníženého o náklady na celý kapitál použitý k produkcii tohto zisk. Toto merítko výkonnosti informuje vlastníkov spoločnosti ako podnik za dané obdobie prispel svojimi aktivitami k zvýšeniu alebo zníženiu hodnoty a preto sa javí ako vhodný nástroj zvyšovania výkonnosti.

Cieľom diplomovej práce je zhodnotiť výkonnosť spoločnosti XY, a.s. pomocou konceptu ekonomickej pridanej hodnoty, identifikovať významné faktory ovplyvňujúce výkonnosť a následne navrhnúť implementáciu tejto metódy do riadenia daného podniku.

Teoretická časť práce je rozdelená do štyroch kapitol a bola spracovaná na základe odborných domácich a zahraničných zdrojov. Prvá kapitola sa zaoberá obecnou charakteristikou výkonnosti podniku, historickým vývojom merítok finančnej výkonnosti a prístupmi k meraniu výkonnosti. V ďalšej kapitole priblížim tradičné ukazovatele hodnotenia výkonnosti vrátane ich kritického zhodnotenia. Nasledovať bude charakteristika moderných merítok výkonnosti so zameraním na ekonomickú pridanú hodnotu. V samostatnej kapitole EVA popíšem základnú charakteristiku tohto ukazovateľa, úpravy potrebné pre výpočet, spôsob výpočtu, iné možnosti využitia a záverečné zhodnotenie

Praktická časť začína predstavením spoločnosti XY, a.s. a krátkou charakteristikou. Nasleduje analýza vnútorného a vonkajšieho prostredia firmy. Samotná výkonnosť podniku je zhodnotená najprv na základe finančnej analýz pomocou tradičných merítok. Hlavná časť diplomovej práce sa zaoberá zhodnotením výkonnosti podniku pomocou ukazovateľa EVA a nasledujúcou identifikáciou generátorov hodnôt. Posledná kapitola práce je venovaná návrhu implementácie nového systému merania finančnej výkonnosti.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 VÝKONNOST' PODNIKU

Pojem výkonnosť podniku väčšinou chápeme ako schopnosť firmy zhodnotiť čo najlepšie vložené prostriedky. V súčasnej dobe podnikové prostredie prešlo do štádia kde z uzavretého trhu je trh otvorený a preto sa firmy a podniky musia prispôbovať a reagovať na moderné globalizačné trendy. Meranie výkonnosti podniku ale taktiež aj jej riadenie je považované za jeden z kľúčových predpokladov úspešného riadenia firmy v novodobom tržnom prostredí.

Grünwald a Holečková (2008, s. 213) vo svojej knihe uvádzajú, že finančná výkonnosť podniku ako výkonnosť pre vlastníkov, sa tradične hodnotí rentabilitou vlastného kapitálu podľa účtovných údajov uvedených v rozvahe a vo výkaze ziskov a strát. Výkonnosť však môžeme hodnotiť taktiež podľa tržnej hodnoty podniku na základe údajov z kapitálového trhu.

Pavelková a Knápková (2005, s. 13) odpovedajú na otázku čo ma byť merítkom výkonnosti následovne. Výkonnosť podnikových činností závisí najmä na miere využitia konkurenčnej výhody. Úspešnými môžu byť len podniky a firmy, ktoré dokážu reagovať na meniace sa podmienky podnikania a zároveň sledujú a vyhodnocujú úroveň výkonnosti podniku z neustálou snahou zvýšiť túto úroveň. Samotné meranie výkonnosti vyplýva z identifikácie kľúčových faktorov a následnej aplikácie optimálnych nástrojov na ich merania.

1.1 Shareholder value a stakeholder value

Firma je pri svojom pôsobení na trhu vzájomne zviazaná a prepojená s veľkým množstvom rôznych záujmov, ktorých nositeľmi sú takzvaný stakeholders. Stakeholders sú v preklade zainteresované strany, ďalšími podstatnými subjektmi pri hodnotení firmy sú shareholders respektíve vlastníci firmy. Vlastníci budú považovať jednoznačne za najdôležitejšie práve zhodnotenie ich vloženého kapitálu do podnikania. Podľa zamestnancov bude výkonná a úspešná firma práve ta, ktorá im dokáže vyplácať najvyššie mzdové ohodnotenie a iné benefity. Pre zákazníkov bude rozhodujúcim merítkom výkonnosti podniku ich produkt a služby. Kvalita a samozrejme cena bude pri tomto hodnotení zohrávať hlavnú úlohu. Banky a iný veritelia budú hodnotiť firmy z pohľadu schopnosti dostať svojim záväzkom. Obe skupiny shareholders a stakeholders zaujíma iný „vlastný“ záujem a firma sa musí rozhodnúť, ktoré záujmy pri svojom riadení postaví na prvé miesto. (Neumaierová a Neumaier, 2002, s. 22)

Neumaierová a Neumaier (2002, s. 22) uvádzejú, že v skutočnosti je správne aplikovaná teória riadenia hodnoty (value based management), úspešným nástrojom, ktorý kombinuje v dlhodobom časovom horizonte maximalizáciu shareholders value prostredníctvom zvyšovania stakeholders value.

Pavelková a Knápková (2005, s. 14) preferujú pohľad vlastníkov, pretože práve vlastníci vložili do podnikania svoje finančné prostriedky, úsilie a čas a nesú teda najväčšie riziko samotného podnikania. Iba v prípade, že sa im vložené peňažné prostriedky vrátia a tým sa naplnia ich očakávania návratnosti, zostanú a budú podnikať naďalej. Aby sa im ale v podnikaní darilo, musia sa snažiť aj o čo najväčšie uspokojenie iných záujmových skupín, ktoré sú s podnikom úzko prepojené.

1.2 Spôsobý hodnotenia firmy

Merania výkonnosti podniku sa neustále vyvíja a z minulosti až do súčasnosti prešlo niekoľkými fázami, v ktorých sa začínalo meraním ziskových marží cez rast zisku a výnosnosť kapitálu až po dnešný moderný koncept založený na meraní tvorby hodnoty pre vlastníkov.

Tabuľka 1 *Vývoj ukazovateľov finančnej výkonnosti podniku* (Pavelková a Knápková, 2005, s. 13)

1. Generace	2. Generace	3. Generace	4. Generace
„Zisková marže“	„Růst zisku“	„Výnosnost kapitálu (ROA, ROE, ROI)“	„Tvorba hodnoty pro vlastníky“
$\frac{Zisk}{Tržby}$	Maximalizace zisku	$\frac{Zisk}{Investovaný\ kapitál}$	EVA, CFROI, FCF, ...

Finančný ukazovateľ ziskovej marže bol využívaný medzi prvými a ešte aj v dnešnej podnikovej praxi sa medzi firmami stále využíva a nie je neobvyklé sa s ním stretnúť pri hodnotení výkonnosti.

Fíbrová a Šoljaková (2005, s. 49) hovoria, že v súčasnej dobe sa tento spôsob hodnotenia výkonnosti na základe ziskovej marže javí ako nedostačujúci. Neposkytuje totiž celkový obraz o výkonnosti podniku, pokiaľ nie je použitý v spojení s rozvahou a výkazom Cash

Flow. Taktiež jednoduchá maximalizácia zisku nezohľadňuje riziko a čas a preto je použiteľná pre rozhodovanie iba v podmienkach istoty a krátkeho časového úseku. Takéto predpoklady sa ale v praxi vyskytujú málo.

Podľa Pavelkovej a Knápkovej (2005, s. 14) sa hodnota podniku osvedčuje ako vhodné merítko výkonnosti podniku, pretože na rozdiel od ostatných finančných ukazovateľov vyžaduje k meraniu komplexné informácie. Základný cieľ podnikania sa pri tomto prístupe riadenia výkonnosti zameriava na rast hodnoty a k jeho naplneniu sú smerované všetky aktivity podniku.

Riadenie hodnoty predstavuje systém, stratégie, procesy, analytické techniky, výkonnostné merítka ale aj kultúru celého podniku.

1.3 Kritérium výkonnosti firmy

Základným kritériom pre hodnotenie všetkých investícií a ich následnej efektívnosti z hľadiska vlastníkov je čistá súčasná hodnota (NPV). Neumaierová a Neumaier (2002, s. 32) uvádzajú dva základné princípy pri posudzovaní výkonnosti firmy, ktoré treba rešpektovať.

1. Koruna získaná dnes má väčšiu hodnotu ako koruna získaná zajtra
2. Bezpečná koruna má väčšiu hodnotu než riziková koruna

Platí:

$$NPV = -I + PV \quad (1)$$

Kde:

- NPV (Net Present Value) = čistá súčasná hodnota
- PV (Present Value) = súčasná hodnota budúcich úžitkov z investície
- I (Investment) = výška investície

Podľa Pavelkovej a Knápkovej (2005, s. 16) súčasná hodnota podniku v sebe odráža hodnotu budúcich peňažných tokov, ktoré môžeme z činnosti očakávať, prepočítanú na ich súčasnú hodnotu. Tento prepočet je odrazom zahrnutí úvah o riziku, ktoré nesie vlastník, a časovej hodnoty peňazí.

Platí:

$$PV = \sum \frac{P_t}{(1+i)^t} \quad (2)$$

Kde:

- P_t = peňažné príjmy v jednotlivých rokoch
- t = jednotlivé roky
- n = počet rokov celkom
- i = úroková diskontná miera

1.4 Prístupy k meraniu výkonnosti podniku

Ukazovateľov a prístupov k meraniu výkonnosti podniku je vo svete veľké množstvo. Preto dochádza k ostrej diskusii medzi manažérmi, odborníkmi a firmami, ktoré nástroje majú byť využité pre najvernejšie podanie obrazu o výkonnosti podniku. Ako som spomenul v minulej kapitole spôsobov hodnotenia firmy, môžeme tieto nástroje rozdeliť do dvoch hlavných skupín. (Wagner, 2009, s. 121)

Klasické tradičné ukazovatele (ROI, ROE, ROA, EPS, P/E)

X

Moderné hodnotové ukazovatele (EVA, CFROI, Shareholder Value)

2 TRADIČNÉ UKAZOVATELE

Jedným zo základných nástrojov pre meranie výkonnosti podniku je finančná analýza, ktorá hodnotí minulý aj súčasný vývoj hospodárenia podniku. Poskytuje nám komplexné zhodnotenie finančnej situácie podniku. Finančná analýza vychádza z minulého vývoja a poskytuje cenné informácie pre efektívne riadenie spoločnosti ale aj ako zdroj rozhodovania iných subjektov ako sú napríklad investori, konkurenti, obchodný partneri ale aj odborná verejnosť. Finančná analýza je základným podkladom pre správne rozhodovanie, no neobsahuje však v sebe možnosti rizika, inflácie, zmeny účtovných politik a ďalšie podstatné informácie, ktoré sú pre efektívne riadenie potrebné. (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 17)

2.1 Ukazovatele zisku

Jednými z najpoužívanějších ukazovateľov na hodnotenie výkonnosti podniku sú stále ukazovatele zisku. Hlavným dôvodom prečo sú tak rozšírené je najmä ich jednoduchosť zostavenia. V podniku pri vyčíslovaní zisku pracujeme s nasledujúcimi ukazovateľmi:

- Čistý zisk – EAT (Earning After Taxes)
- Zisk pred zdanením – EBT (Earning Before Taxes)
- Zisk pred úrokmi a zdanením – EBIT (Earning Before Interest and Taxes)
- Zisk pred úrokmi, zdanením a odpismi – EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) (Grünwald a Holečková, 2008, s. 74)

2.2 Absolútne ukazovatele

Kislingerová (2001, s. 63) informuje, že absolútne ukazovatele poskytujú predstavu o rozmeroch jednotlivých javov. **Horizontálna analýza** porovnáva v čase jednotlivé položky a zisťuje o koľko sa zmenila konkrétna položka v absolútnom vyjadrení. Jedná sa o rozdiel položiek základného a bežného obdobia a taktiež koľko táto zmena činí v percentách. **Vertikálna analýza** nadväzuje na horizontálnu analýzu a poskytuje rozbor štruktúry vyjadrenej v percentách. Táto analýza sa na rozdiel od horizontálnej zaoberá vždy len jedným obdobím, v ktorom skúma podiel čiastkových veličín na globálnej veličine.

2.3 Rozdielové ukazovatele

Rozdielové ukazovatele slúžia k analýze a riadeniu finančnej situácie podniku s orientáciou na jeho likviditu. Medzi nesporne najvýznamnejšie rozdielové ukazovatele patrí **čistý pracovný kapitál**. Môžeme ho definovať ako rozdiel medzi obežným majetkom a krátkodobými cudzími zdrojmi. Tento ukazovateľ ma významný vplyv na platobnú schopnosť podniku. Pokiaľ má byť podnik likvidný, musí mať potrebnú výšku relatívne voľného kapitálu. (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 83)

2.4 Pomerové ukazovatele

Sedláček (2011, s. 55) udáva, že: „*Finanční poměrové ukazatele (financial ratios) charakterizují vzájemný vztah mezi dvěma nebo více absolutními ukazateli pomocí jejich podílu.*“ Tieto ukazovatele sú najobľúbenejšou a najrozšírenejšou metódou finančnej analýzy, pretože dovoľujú získať jednoducho a ľahko obraz o základných finančných charakteristikách podniku.

Podľa oblastí finančnej analýzy sa pomerové ukazovatele členia na: (ukazovatele rentability, aktivity, zadlženosti, likvidity, kapitálového trhu).

2.4.1 Ukazovatele rentability

Tieto ukazovatele vzájomne porovnávajú konečný efekt dosiahnutý podnikateľskou činnosťou k určitému vstupu, najčastejšie k celkovým aktívam, kapitálu alebo k tržbám. (Kislingerová, 2001, s. 69)

Rentabilita súhrnných vložených prostriedkov (ROA) je považovaná za základné merítko a meria aký ziskový efekt pripadá na jednotku majetku zapojeného do podnikateľskej činnosti.

$$ROA = \frac{\text{Zisk}}{\text{Aktíva}} \quad (3)$$

Rentabilita vlastného kapitálu (ROE) ukazuje koľko zisku pripadá na 1 korunu vlastného kapitálu.

$$ROE = \frac{\text{Zisk}}{\text{Vlastný kapitál}} \quad (4)$$

Rentabilita tržieb (ROS) predstavuje ziskovú maržu podniku

2.4.2 Ukazovatele likvidity

Likvidita predstavuje schopnosť spoločnosti uhrádzať svoje záväzky, preto je radená medzi základné podmienky existencie firmy. Podľa Knápkovej, Pavelkovej a Štekra (2013, s. 91) ukazovatele likvidity znázorňujú pomer medzi tým čím je možné platiť (čitateľ pomeru) a tým čo je nutné zaplatiť (menovateľ pomeru). Základné ukazovatele pracujú s položkami obežných aktív a krátkodobých cudzích zdrojov, rozlišujeme tri základné stupne likvidity.

$$\text{Bežná likvidita} = \frac{\text{Obežné aktíva}}{\text{Krátkodobé záväzky}} \quad (5)$$

$$\text{Pohotovostná likvidita} = \frac{\text{Krátkodobé pohľadávky} + \text{krátkodobý finančný majetok}}{\text{Krátkodobé cudzie zdroje}} \quad (6)$$

$$\text{Hotovostná likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý finančný majetok}}{\text{Krátkodobé cudzie zdroje}} \quad (7)$$

2.4.3 Ukazovatele zadĺženosti

Tieto ukazovatele majú za úlohu slúžiť ako indikátory rizika, ktoré je spojené s podnikom pri danej štruktúre vlastného a cudzieho kapitálu. Zadĺženosť môže byť pre podnik výhodná do určitého bodu. Vyplýva to zo skutočnosti, že každý efektívny podnik by mal vyvíjať snahu o dosahovanie finančnej štruktúry s minimálnymi nákladmi na celkový kapitál. Finančná štruktúra by mala pozitívne ovplyvňovať rentabilitu a zároveň aj likviditu podniku.

(Pavelková a Knápková, 2005 s. 26-27)

$$\text{Celková zadĺženosť} = \frac{\text{Cudzie zdroje}}{\text{Aktíva celkom}} \quad (8)$$

$$\text{Miera zadĺženosti} = \frac{\text{Cudzie zdroje}}{\text{Vlastný kapitál}} \quad (9)$$

2.4.4 Ukazovatele aktivity

Rozbor ukazovateľov aktivity ma poslúžiť k nájdeniu odpovede na otázku, ako hospodárim s aktívami, jednotlivými zložkami aktív a aký vplyv má toto hospodárenie na výnos-

nosť a likviditu podniku. Pre tieto účely sa najčastejšie využívajú tieto ukazovatele. (Mařík, 1998, s. 38-39)

$$\text{Obrat aktív} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktíva}} \quad (10)$$

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}} \quad (11)$$

2.4.5 Ukazovatele cash flow

Podľa Grünwalda a Holečkovej (2008, s. 130) „*Přehled o peněžních tocích podává informaci o přírůstcích (příjmech) a úbytcích (výdajích) peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů v členění na provozní, investiční a finanční činnost v průběhu účetního období.*“

2.5 Kritika tradičných ukazovateľov

Hlavnou nevýhodou tradičných ukazovateľov je to, že často vychádzajú pri hodnotení výkonnosti iba z maximalizácie zisku, ktorý vystupuje ako hlavný cieľ podnikania. Okrem neho využívajú firmy k hodnoteniu množstvo ďalších tradičných ukazovateľov, ktoré sú ale často vzájomne nezlučiteľné. Tieto ukazovatele sú založené na účtovných údajoch a účtovnom výsledku hospodárenia. Pri výpočte neberú v úvahu pojem rizika, času, alternatívneho výnosu kapitálu a ďalších.

Medzi najpodstatnejšie kritické námietky tradičných ukazovateľov sú radené:

- Výsledok hospodárenia je v podniku, ovplyvňovaný najmä zvolenými účtovnými politikami (jedná sa napríklad o: tvorba rezerv a opravných položiek, odpisová politika podniku, politiky oceňovania majetku...)
- Výsledok hospodárenia často krát obsahuje výnosy a náklady, ktoré nie sú produkované hlavnou podnikateľskou činnosťou podniku alebo majú mimoriadny charakter
- Hmotné a nehmotné aktíva nezahŕňajú všetky položky, ktoré slúžia k podnikaniu (jedná sa napríklad o finančný leasing, majetok v osobnom vlastníctve, informačný systém, dodávateľsko-odberateľské vzťahy...) naopak aktíva obsahujú aj zložky majetku, ktoré nie sú využívané pre hlavnú podnikateľskú činnosť
- Historické účtovníctvo neberie v úvahu zmeny tržných cien majetku a ignoruje zmeny kúpnej sily peňažnej jednotky. (Blaha, 2006, s.26-27)

3 MODERNÉ UKAZOVATELE

Ako som už spomínal v dnešnom svete sa objavuje u veľkého množstva podnikov potreba orientácie riadenia podniku na vytváranie hodnoty. Do moderných ukazovateľov sa okrem ekonomického zisku započítavajú do úvahy aj iné faktory ako napríklad alternatívne náklady.

Manželia Mařík a Maříková (2005, s. 10-11) poukazujú na to, že kvôli čoraz väčšej kritike tradičných ukazovateľov, ktoré nedokážu brať v úvahu všetky aspekty a faktory ovplyvňujúce podniku sú vytvárané nové prístupy k meraniu a riadeniu výkonnosti podniku, ktoré by mali splňať nasledujúce kritéria:

- ukazovateľ by mal vykazovať čo najužšiu väzbu na hodnotu akcií a táto väzba by mala byť ľahko preukázateľná štatistickými výpočtami
- schopnosť ukazovateľov využívať maximum údajov z informácií, ktoré poskytuje účtovníctvo
- zahŕňali v sebe kalkuláciu rizika a brali v úvahu veľkosť viazaného kapitálu
- boli využiteľné nielen pre hodnotenie výkonnosti podniku ale aj pre následne ocenenie podniku

V praxi sa využíva viac prístupov ako vypočítať hodnotu podniku pomocou moderných ukazovateľov. Tie najpoužívanejšie budú uvedené v ďalších riadkoch mojej práce.

3.1 Diskontované Cash Flow (DCF)

DCF – diskontované cash flow vyjadruje prevedenie budúcich peňažných tokov na čistú súčasnú hodnotu. Tento ukazovateľov pracuje aj s absolútnymi veličinami času a rizika, ktoré priamo súvisia s tvorbou budúcich peňažných tokov.

Cash flow diskontované pomocou nákladov na kapitál na rozdiel od voľného cash flow, ktorý nepracuje s týmito absolútnymi veličinami predstavuje výhodné merítko výkonnosti podniku a je často využívané investormi pri hodnotení výhodnosti ich investície. (Young a O'Byrne, 2001, s. 22, 23)

$$\text{Hodnota} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (12)$$

Kde:

- n = životnosť investície
- CF_t = očakávané cash flow počas časového úseku t
- r = diskontná miera

3.2 Tržná pridaná hodnota (MVA)

Podľa Mariniča (2008 str. 34) tržná cena podniku ako súčin počtu emitovaných akcií a kurzu akcie sa odlišuje od účtovnej hodnoty podniku, ktorá je vyjadrená čistým obchodným imaním. Najlepším indikátorom tohto rozdielu sa ukazuje ukazovateľ tržnej pridanej hodnoty. Ten zachytáva výšku hodnoty, ktorá bola pridaná k účtovnej hodnote trhom. Často krát sa stáva, že takáto hodnota neodráža reálnu hodnotu firmy a je nadhodnotená respektíve podhodnotená jednotlivými očakávaniami akcionárov. MVA teda vyjadruje ako trh do okamžiku hodnotenia zmenil pôvodný vklad akcionárov.

$$MVA = \text{tržná hodnota} - \text{investovaný kapitál} \quad (13)$$

3.2.1 Cash Flow Return on Investment – CFROI

Marinič (2008, s. 46) vo svojej knihe uvádza, že sa jedná o najprísnejší ukazovateľ založený na princípe vnútorného výnosového percenta investície.

$$CFROI = IN - \sum \frac{CF_n}{(1+i)^t} \quad (14)$$

Kde:

- IN = kapitálový výdaj, hodnota brutto investície
- CF = brutto cash flow z operatívnych aktív
- i = úroková miera, alebo vnútorné výnosové percento
- n = doba životnosti investície

Kapitálový výdaj je upravený o infláciu a znížený o koncovú hodnotu z predaja neopisovateľných aktív.

3.3 Excess return

Excess Return predstavuje rozdiel medzi skutočným bohatstvom a očakávaným bohatstvom na konci meraného obdobia. Skutočné bohatstvo predstavuje hodnotu sumy všetkých budúcich cash flow za dané obdobie. Očakávané bohatstvo je charakterizované ako budúca hodnota počiatočnej investície. Na rozdiel od MVA započítava v úvahu požiadavky investora na zhodnotenie jeho vloženého kapitálu. Excess Return meria celopodnikovú výkonnosť verejne obchodovateľných podnikov. (VALUE BASED MANAGEMENT © 2013)

3.4 Rentabilita čistých aktív (RONA)

Rentabilita čistých aktív vyjadruje podiel operatívneho zisku ku stálym aktívam v zostatkových cenách zvýšených o čistý pracovný kapitál. U tohto ukazovateľa meriame rentabilitu zdaneného operatívneho hospodárskeho výsledku a výrobných vstupov vyjadrených pomocou aktív (stále aktíva a čistý pracovný kapitál, tj. dlhodobo viazané prostriedky, ktoré sú vyjadrené v „naturálnej forme“). (Marinič, 2008, s. 44)

$$RONA = \frac{NOPAT}{NA} \quad (15)$$

kde:

- NOPAT = operatívny hospodársky výsledok po zdanení
- NA = Net Assets, čisté aktíva (súčet stálych aktív v ZC a čistého pracovného kapitálu)

3.5 Balanced scorecard (BSC)

Neumaierová a Neumaier (2002, s. 155-156) tvrdia, že pri tvorbe kauzálnej mapy dnes už nestačí pohľad na finančnú situáciu firmy. Dôležité je vedieť, čo stojí v pozadí finančných výsledkov a čo je ich hybnou silou. Zdôrazňuje sa nutnosť vyváženého podchytenia všetkých najdôležitejších skutočností, ktoré determinujú hodnotu firmy a znázorňujú výsledné skóre firmy z pohľadu výkonnosti.

BSC dopĺňa finančné merítka minulej výkonnosti o nové merítka hybných síl budúcej výkonnosti. Ciele a merítka vychádzajú z vízie a stratégie podniku a sledujú výkonnosť podniku z štyroch perspektív. Malo by sa jednať minimálne o štyri a to finančné, zákazníc-

ke, interných procesov a učeníu rásť. Tieto merítka BSC môžu slúžiť k vyjasneniu vízie a stratégie podniku a k ich prevedeniu do konkrétnych cieľov, ktoré budú slúžiť k plánovaniu, komunikácii, zdokonaleniu spätnej väzby a procesu učenia sa. (Pavelková a Knápková, 2005 s. 189).

Vo **finančnej perspektíve** sa jedná najmä o sledovanie spokojnosti vlastníkov prostredníctvom uspokojovania ich záujmov, aby pre nich bola firma dostatočne rentabilná. V tejto súvislosti je treba merať úroveň naplňovania základného kritéria pre hodnotenie podnikania a to NPV čistú súčasnú hodnotu.

V **zákazníckej perspektíve** sa jedná o sledovanie spokojnosti zákazníkov skrz uspokojenie ich vlastných záujmov, tak aby sa firma stala pre nich preferovaným dodávateľom. Patrí sem práca s trhom, čiže úroveň marketingu.

Perspektivita procesov rieši, ako vyrábať, aby boli spokojný zákazníci a prostredníctvom nich aj vlastníci. Pomocou stratégie firmy sú stanovené operatívne ciele podniku. Procesy je potrebné optimalizovať tak aby konečný výstup firmy dosahoval parametre požadované zákazníkmi a zároveň bol tento proces uskutočňovaný čo najhospodárnejšie.

Perspektivita učenia a rastu sleduje spokojnosť vlastných pracovníkov, ktorí sú vykonávateľmi firemných procesov a zároveň konateľmi vôle vlastníka a prianí zákazníka. Je potrebné vyvíjať neustálu snahu zvyšovanie lojality zamestnancov a ich spokojnosti vo firme. Táto perspektíva zabezpečuje taktiež podmienky pre rozvoj firmy, pretože sa jedná o strategické investície do budúcnosti. (Neumaierová a Neumaier, 2002, s. 156-160)

4 EKONOMICKÁ PRIDANÁ HODNOTA – EVA

EVA je koncept konzultačnej firmy Stern a Stewart z roku 1989, ktorý oficiálne zavádza novú kategóriu: „ekonomickú pridanú hodnotu“ (Economic Value Added). Samotná idea ekonomického zisku siaha až do osemnásteho storočia.

Hlavný myšlienkový základ môžeme nájsť v mikroekonómii, kde sa uvádza, že cieľom firmy je maximalizácia zisku. Nerozumie sa ním však zisk účtovný ako rozdiel medzi nákladmi a výnosmi, ale jedná sa o zisk ekonomický. Rozdiel ekonomického zisku oproti účtovnému je založený na tom, že ekonomický zisk je rozdielom medzi výnosmi a ekonomickými nákladmi. Jedná sa teda o náklady, ktoré okrem účtovných nákladov zahŕňajú do úvahy aj tzv. náklady príležitosti. Ušlé náklady resp. náklady ujednených príležitostí predstavujú peňažné čiastky, ktoré boli stratené tým, že zdroje podniku neboli vynaložené na najlepšie alternatívne využitie. Najčastejšie bývajú ušlými nákladmi, náklady ako úroky z vlastného kapitálu podnikateľa vrátane odmeny za riziko a popríklad aj ujednená mzda. Ukazovateľ EVA hodnotí ako spoločnosť prispela za dané obdobie svojimi aktivitami ku zvýšeniu alebo zníženiu hodnoty pre vlastníkov. (Kislingerová, 2001, s. 88)

Young a O'Byrne (2001, s. 35, 46) uvádza, že ukazovateľ EVA ma mnoho foriem vyjadrenia hodnoty, najčastejším a najrozšírenejším je práve vzorec:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C \quad (16)$$

kde:

- NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) = zisk z hlavnej (operatívnej) činnosti po zdanení
- WACC (Weighted Average Cost of Capital) = priemerné náklady kapitálu
- C (Capital) = kapitál viazaný v aktívach podniku, využívaný k hlavnej činnosti podnikania, túto hodnotu označujeme tiež NOA (Net Operating Assets)

Iný spôsob vyjadrenia:

$$EVA = (RONA - WACC) * C \quad (17)$$

kde:

- RONA (Return on Net Assets) = rentabilita čistých aktív (viď kapitolu 3.5)

Mařík (2011, s. 286) hovorí, že výpočet vypadá pomerne jednoducho. Aby však ukazovateľ EVA meral presne to čo má merať tj. skutočný ekonomický výnos pre vlastníkov, ne-

môžeme jednoducho dosadiť za NOPAT účtovný operatívny výsledok hospodárenia a za NOA položku aktíva zo súvahy. Účtovný model je totižto primárne určený pre potreby veriteľov no ukazovateľ EVA ma slúžiť pre vlastníkov a tým pádom je nutné previesť účtovné dáta, z ktorých vychádzame na dáta ekonomické, ktoré bude odpovedať najbližšie ekonomickej realite.

Autori modelu EVA – Stern a Stewart spracovali zoznam úprav účtovných dát, ktorý obsahuje 164 položiek. Podľa Maříkovho názoru však postačí previesť iba tie úpravy, ktoré majú v konkrétnom prípade najdôležitejší význam.

4.1 Prepočet operatívnych aktív (NOA)

Podľa Maříka a Maříkovej (2005, s. 26) je základom pre výpočet NOA súvaha. Úlohou prepočtu je:

- z aktív oddeliť neoperatívne aktíva
- aktivovať položky, ktoré účtovne v aktívach vykazované nie sú (najlepšie v tržnom ocenení)
- aktíva znížiť o neúročený cudzí kapitál

4.1.1 Vylúčenie neoperatívnych aktív

Problémom tohto kroku je otázka určenia aktív, ktoré majú operatívny charakter a sú potrebné pre základné činnosti podniku a ktoré naopak nie. Pre rôzne obory podnikania ale aj podniky sa môžu dané postupy a úpravy líšiť. Zvažovať by sme mali najmä:

- *Dlhodobý finančný majetok* kde jedná sa predovšetkým o cenné papiere. Kritériom pre rozhodnutie o zaradení resp. vyradení tejto položky by mal byť účel týchto investícií. V prípade portfóliových investícií by mali takéto aktíva byť vyradené.
- *Krátkodobý finančný majetok* zahŕňa predovšetkým peňažné prostriedky, potrebné k udržaniu likvidity podniku. Všetky nadbytočné peňažné prostriedky by sme mali vyradiť. Krátkodobé cenné papiere, ktorých hlavnou funkciou nie je strategická rezerva by mali byť tiež odčítané od celkovej čiastky.
- *Nedokončené investície* tento majetok sa nepodieľa na tvorbe súčasných výsledkov hospodárenia. Preto by mal byť z hodnoty aktív vylúčený.

- *Iné aktíva nepotrebné k operatívnej činnosti* kam patria hlavne nevyužité alebo prenajaté pozemky a budovy, nadbytočné zásoby a ďalšie. Tieto aktíva by mali byť preto vylúčené z NOA. (Mařík a Maříková, 2005, s. 27-29)

4.1.2 Aktivácia položiek nevykázaných v súvahe

Do NOA by mali byť zahrnuté všetky aktíva, ktoré podnik využíva a prinesú v budúcnosti podniku úžitok no zároveň nie sú zahrnuté v účtovníctve. Patrí sem predovšetkým:

- *Goodwill* v prípade, že už je v súvahe zachytený mali by sme ho preceniť do brutto hodnoty, pretože je tvorený aspektmi ktoré nestrácajú hodnotu.
- *Aktivácia nákladov s dlhodobými predpokladanými účinkami* v určitých prípadoch podnik vynakladá prostriedky, ktoré vykazuje ako náklady bežného obdobia, no tieto vynaložené prostriedky budú mať dlhodobejší účinok (ako investície). Jedná sa hlavne o náklady spojené so vstupom na nový trh, náklady na školenie pracovníkov, náklady na marketing a ďalšie.
- *Precenenie majetku* transformuje účtovné hodnoty aktív, na hodnoty ktoré odpovedajú ekonomickej realite. Pri dlhodobom hmotnom majetku sa jedná o vykazovanie v reprodukčných cenách znížených o opotrebenie. Pri cenných papieroch by sa malo vychádzať z tržnej hodnoty. Precenenie by sa malo aplikovať aj na obežný majetok z dôvodu použitia účtovných a daňových metód, ktoré nezobrazujú reálnu hodnotu. (Mařík, 2011, s. 287-288)

4.1.3 Zníženie neúročeného cudzieho kapitálu

Upravené aktíva je potrebné znížiť o pasíva, ktoré nenesú náklad. Do tejto skupiny patria predovšetkým krátkodobé záväzky, nespoplatnené dlhodobé záväzky a pasívne položky časového rozlíšenia.

Vychádza sa zo spôsobu výpočtu EVA, kedy sú od operatívneho zisku odpočítavané náklady na kapitál. (Pavelková a Knápková, s. 56)

4.2 Určenie veľkosti operatívneho výsledku hospodárenia NOPAT

Mařík (2011, s. 289) uvádza: „*První zásadou pro určení NOPAT je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Pokud jsou určité činnosti a jim odpovídající aktiva zařazeny do NOA, pak je nezbytně nutné, aby jejich náklady a výnosy byly zařazeny do výpočtu NOPAT, a samozřejmě naopak.*“

Ako ďalší krok je potrebné rozhodnúť, či vezmeme ako základ z účtovníctva bežný výsledok hospodárenia alebo vezmeme operatívny výsledok hospodárenia.

V prípade, že budeme uvažovať a pracovať s bežným výsledkom hospodárenia musíme previesť najmä tieto úpravy:

- vylúčime *platené úroky* z finančných nákladov ich pričítaním k výsledku hospodárenia podniku
- je potrebné vylúčiť *mimoriadne položky* kde spadajú hlavne položky ako náklady a výnosy, ktoré sa v budúcnosti už nebudú opakovať tj. náklady na reštrukturalizáciu, výnosy z predaja dlhodobého majetku, mimoriadne odpisy majetku
- uvažovať a započítať *vplyv zmeny vlastného kapitálu* (NOA), kde aktiváciu jednotlivých nákladov investičnej povahy vylúčime z výsledku hospodárenia a uvažujeme iba o ich odpisoch
- posúdenie miery operatívneho charakteru dlhodobého a krátkodobého finančného majetku. Výsledkom rozhodnutia by malo byť v akej miere ponecháme a v akej vylúčime finančné výnosy a náklady z takéhoto majetku v NOPAT.

Dôležitým krokom je úprava výšky dane. Môžeme použiť splatnú daň v danom roku, ktorú upravíme znížením alebo zvýšením na základe použitých úprav nákladov a výnosov pri určení NOPATu.

4.3 Výpočet WACC

Podľa manželov Maříka a Maříkovej (2005, s. 54) treťou potrebnou zložkou pre výpočet EVA je určenie sadzby nákladov na kapitál. Pri kalkulácii nákladov ekonomickej pridanej hodnoty pracujeme z váženými priemernými nákladmi na kapitál, ktoré vychádzajú z váženého priemeru nákladov na vlastný kapitál a nákladov na cudzí kapitál.

$$WACC = n_{VK} * \frac{VK}{K} + n_{CK} * \frac{CK}{K} * (1 - t) \quad (18)$$

Kde:

- n_{VK} = náklad na vlastný kapitál
- n_{CK} = náklad na cudzí kapitál
- VK = vlastný kapitál
- CK = cudzí kapitál
- t = daňová sadzba z príjmov PO

4.3.1 Stanovenie nákladov na cudzí kapitál

Nákladom cudzieho kapitálu je úrok, ktorý podnik platí svojim veriteľom (napr. banky a iné nebankové subjekty) znížený o tzv. daňový štít, pretože tieto náklady sú daňovo uznateľné.

Cudzí kapitál môže zahrňovať:

- bankové úvery
- dlhopisy
- leasingové financovanie
- iné druhy úverov

Za náklady na cudzí kapitál môžeme dosadiť priemernú úrokovú mieru zistenú na základe veľkosti a ceny jednotlivých úverov prijatých podnikom. Tieto informácie sa získavajú z interných zdrojov podniku. (Kislingerová, 2010, s. 358)

4.3.2 Stanovenie nákladov na vlastný kapitál

Náklady na vlastný kapitál sú dané požadovanou výnosnosťou investorov (vlastníkov). Ich výnosové očakávanie je možné odvodiť z alternatívneho výnosu kapitálu s prihliadnutím k riziku. Na rozdiel od nákladov na cudzí kapitál tu neexistujú pevné platby, z ktorých by mohol podnik vychádzať a preto ich stanovovanie bude omnoho zložitejšie. Prístupov k riešeniu stanovenia týchto nákladov existuje celá rada, medzi najpoužívanejšie z nich sa zaraďujú model CAMP u podnikov, kde sa nedá uplatniť model CAMP môžeme odhadnúť náklady na základe stavebnicového modelu, odvodenia nákladov vlastného kapitálu z nákladov cudzieho kapitálu, dividendového modelu. (Kislingerová, 2010, s. 353)

Model oceňovania kapitálových aktív CAMP

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) \quad (19)$$

Kde:

- r_e = náklady vlastného kapitálu
- r_f = bezriziková výnosová miera
- $r_m - r_f$ = riziková prémie za systematické tržné riziko
- β = koeficient vyjadrujúci mieru tržného rizika prostredníctvom pomerania citlivosti akcie na zmeny tržného portfólia

Bezrizikovou úrokovou mieru môžeme stanoviť ako mieru výnosu štátnych obligácií alebo štátnych pokladničných poukážok. Koeficient β kvantifikuje riziko prostredníctvom mera-
nia citlivosti cenného papiera na celkové tržné pohyby porovnávajúce zmeny výnosov,
resp. tržnej ceny hodnoteného cenného papiera zo zmenou priemerného výnosu, resp. trž-
nej ceny cenného papiera na kapitálovom trhu. Prémiiu za systematické tržné riziko je väč-
šinou výstupom expertného posúdenia jednotlivých štátov ratingovými agentúrami. (Grun-
dy © 2013)

Stavebnicový model

Neumaierová a Neumaier (2002, s. 55-56) informujú, že model výpočtu nákladov vlastné-
ho kapitálu je založený na pričítaní prirážok k bezrizikovému výnosu.

Platí:

$$N_{VK} = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{fin.stab.} + r_{fin.str.} \quad (20)$$

Kde:

- r_f = bezriziková výnosová miera
- r_{LA} = prirážka za nižšiu likvidnosť
- $r_{podnikatelské}$ = prirážka za obchodné riziko
- $r_{fin.stab.}$ = prirážka za finančnú stabilitu
- $r_{fin.str.}$ = prirážka za finančnú štruktúru

Jedná sa o model, ktorý využíva Ministerstvo priemyslu a obchodu ČR pre štatistické úče-
ly.

Odvedenie nákladov vlastného kapitálu z nákladov cudzieho kapitálu

U tejto metódy sa vychádza z poznatku, že náklady na vlastný kapitál sú väčšie ako nákla-
dy na cudzí kapitál. Na základe tohto poznatku postupujeme tak, že k nákladom na cudzí
kapitál priradíme niekoľko percentných bodov (obyčajne v rozmedzí 2 - 3 %). (Mařík,
1998, s. 134)

4.4 Účtovný model EVA podľa MPO ČR

Slovenské Ministerstvo hospodárstva neuvádza nikde na svojich stránkach na základe akého modelu EVA vypočítava. Keďže slovenské a české podnikateľské prostredie sú si veľmi blízke uvediem účtovný model EVA podľa MPO ČR.

Ministerstvo priemyslu a obchodu ČR počíta ukazovateľ EVA na základe zjednodušeného vzťahu, ktorý vzhľadom zložitosti úprav účtovných výkazov a výpočtu nákladov na kapitál vychádza z účtovného zisku. Tento model definovali manželka Neumaierová a Neumaier (2002, s. 66-67)

$$EVA = \check{C}Z - r_e * VK \quad (21)$$

alebo sa využíva tvar:

$$EVA = (ROE - r_e) * VK \quad (22)$$

Kde:

- $\check{C}Z$ = čistý zisk
- ROE = rentabilita vlastného kapitálu
- r_e = náklady na vlastný kapitál

4.5 Možnosti využitia ukazovateľa EVA

Ekonomická pridaná hodnota môže byť v podnikoch využitá rôznymi spôsobmi. Môže slúžiť ako nástroj investičného rozhodovania, nástroj merania výkonnosti podniku alebo sa môže tento model využiť k oceneniu podniku. Poslednou možnosťou využitia modelu EVA je nástroj odmeňovania a motivovania pracovníkov.

4.5.1 Využitie EVA pre investičné rozhodovanie

Model EVA, môže byť využitý pri investičnom rozhodovaní, kde je najčastejšie využívaná metóda DCF. Pomocou oboch konceptov sa dosiahnu rovnaké výsledky. Kľúčovým cieľom managementu podniku sa musí stať dosahovaná výnosnosť investovaného kapitálu. V prípade, že je dodržaná podmienka investícií do projektu s kladnou súčasnou hodnotou ukazovateľa EVA, znížia sa náklady na kapitál a zaisť sa rast bohatstva pre akcionárov. (Kislingerová © 2000)

4.5.2 Využitie EVA pre meranie výkonnosti podniku.

Pavelková a Knápková (2005, s. 51) definujú, že ukazovateľ EVA je považovaný za vhodné merítko výkonnosti, pretože ukazuje akú hodnotu bol podnik schopný vytvoriť resp. znížiť v porovnaní s alternatívnym využitím investovaného kapitálu s rovnakým rizikom.

EVA oproti klasickým merítkom výkonnosti založených na rentabilite kapitálu má podstatné odlišnosti. Jedná sa o:

- Využíva zisk v ekonomickom pojatí, tzn. že počíta aj s alternatívnymi nákladmi investovaného kapitálu
- Zahŕňa iba výnosy a náklady, ktoré priamo súvisia s hlavnou činnosťou podniku
- Náklady kapitálu sa vypočítavajú len z kapitálu, ktorý je viazaný v aktívach využívaných v hlavnej podnikateľskej činnosti
- EVA je absolútny ukazovateľ, môže byť samostatne využitý pre hodnotenie výkonnosti podniku

4.5.3 Využitie EVA pre oceňovanie podniku

Pri oceňovaní spoločnosti sa vychádza z toho, že akcionárska hodnota a tržná hodnota vlastného kapitálu sú rovnaké. Tržnú hodnotu podniku dostaneme spočítaním investovaného kapitálu a súčasnej hodnoty budúcich EVA. Zároveň by mala tržná hodnota odpovedať súčasnej hodnote čistých výnosov investora. Budúce EVA predstavuje dosiahnutú úroveň EVA plus očakávané zvýšenie alebo zníženie súčasnej výšky EVA. (Mařík a Maříková, 2005, s. 67)

4.5.4 Využitie EVA pre odmeňovanie

Odmeňovanie manažérov patrí dnes k významnej súčasťi riadenia každého podniku. Ciele vlastníkov a manažérov sa môžu častokrát odlišovať. Cieľom manažéra bude maximalizácia hodnoty pre neho samotného a cieľom vlastníka je maximalizácia tržnej hodnoty podniku. Ideálnou možnosťou je preto zainteresovanie manažéra a zamestnancov na maximalizácii ukazovateľa EVA pomocou bonusov, ktoré sú viazané na tri parametre. Ide o celkovú výšku EVA v danom útvare, prírastok EVA a doplnkové individuálne parametre, ktorými môžu byť niektoré vybrané ukazovatele, ale taktiež hodnotenia pracovníkov od ich nadriadených.

U tradičných bonusových systémov je daná dolná hranica plnenia ukazovateľov pre získanie bonus. Zároveň ale tento bonus môže rásť pri vyššom plnení stanovených ukazovate-

ľov iba do výšky hornej hranice. Na rozdiel od tradičných bonusových systémov nie sú v bonusovom systéme EVA určené žiadne hranice. (Mařík a Maříková, 2005, s. 91-92)

4.6 Generátory hodnoty EVA

Generátory hodnoty EVA alebo faktory, ktoré ovplyvňujú tvorbu ekonomickej pridanej hodnoty môžeme zistiť z pyramidálneho rozkladu EVA a citlivostnej analýzy. Súčasťou pyramidálneho rozkladu sú čiastkové ukazovatele finančnej analýzy. Z tohto rozkladu je možné vidieť väzby výsledkov finančnej analýzy na hodnotenie a riadenie výkonnosti spoločnosti. Ďalším používaným rozkladom na identifikáciu generátorov hodnoty EVA je rozklad INFA, ktorý je využívaný najmä Ministerstvom priemyslu a obchodu ČR. (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 169-172)

Doktor Grundy (© 2012) uvádza sedem kľúčových generátorov hodnoty pri stanovovaní EVA v spoločnosti:

- Miera rastu tržieb
- Prevádzková zisková marža
- Prírastok/úbytok pracovného kapitálu investície
- Investície do fixného kapitálu
- Sadzba dane právnických osôb
- Náklady na kapitál
- Obdobie konkurenčnej výhody

Medzi základné faktory, ktoré majú pozitívny vplyv na raste hodnoty patria miera rastu tržieb, prevádzková zisková marža, obdobie konkurenčnej výhody. Ostatné spomenuté faktory môžu mať pozitívny alebo negatívny vplyv na hodnotu v závislosti od ich zvyšovania alebo znižovania.

4.7 Implementácia konceptu EVA

EVA a hodnotový management si vyžadujú zmenu prístupu. Prijatie zavedenia tohto konceptu musí začať od vrcholového managementu. Názorové zmeny, ktoré sú požadované k prijatiu praktík hodnotového managementu, vyžadujú presvedčenie na najvyššej úrovni riadenia vo firme. Ďalej by malo nasledovať zostavenie skupiny, ktorá bude za zavedenie konceptu EVA zodpovedná a taktiež by sa mal vyhotoviť časový harmonogram.

V prípade, že sa vlastníci podniku v spolupráci s managementem spoločnosti rozhodnú pre zavedenie konceptu EVA do riadenia podniku, STERN STEWART (© 2009) odporúča zavedenie tzv. 6 M.

- **Measurement** – je prvou fázou zavádzania konceptu, ktorá sa zaoberá návrhom spôsobu a postupu merania EVA. Táto fáza by mala presne špecifikovať akým spôsobom sa bude počítať ekonomická pridaná hodnota. Rieši problematiku výberu vhodného modelu pre výpočet, vyjadrenie čistých operatívnych aktív a NOPAT ale aj spôsob výpočtu WACC.
- **Management** – jedná sa o vytváranie politiky, postupov a nástrojov, ktoré prepojujú rozhodovacie procesy s meraním tvorby hodnoty. Rieši najmä metodiku pravidelného reportingu, kde sa jedná o podobu, obsah a frekvenciu správ.
- **Mindset** – zaoberá sa zvyšovaním ekonomického povedomia zamestnancov prostredníctvom vzdelávania a komunikácie. Školenie kľúčového personálu o koncepte EVA a spoločné finančné námety vytvárajú základ pre lepšie pochopenie.
- **Motivation** – ma za úlohu vytvorenie plánu motivácie manažérov a to najmä prostredníctvom podielu manažérov na vytvorenej hodnote. Kľúčovou súčasťou implementácie ukazovateľa EVA je vytvorenie stimulov, ktoré majú priamu väzbu na tvorbu shareholders value.
- **Market communications** - navrhuje spôsob komunikácie s veriteľmi a vlastníckmi podniku, ktorých účelom je zaistenie maximalizácie hodnoty EVA
- **Managing strategic planning** – zahŕňa vytvorenie procesu rozloženia EVA na dve základné časti. Prvou je výpočet súčasnej hodnoty očakávaných budúcich EVA (táto hodnota je založená na ročných výsledkoch) a druhou je očakávaný rast EVA.

Kolařík vo svojej práci (© 2007) tieto jednotlivé fázy dopĺňa o podrobnejšie kroky, ktorými sú:

Pre fázu **Measurement**

1. Zostavenie finančnej analýzy k poznaniu podstatných finančných charakteristík činnosti podniku vo vzťahu k tvorbe EVA
2. V prípade potreby je možné zostavenie ďalších analýz externého a interného prostredia vrátane ich predikcie vývoja
3. Vytvorenie vhodnej metódy, ktorá bude slúžiť na úpravu účtovných dát na dáta ekonomické vo vzťahu k tvorbe hodnoty

4. Identifikovanie podnikových generátorov hodnoty pomocou vhodných nástrojov

Pre fázu **Management**

5. Stanovenie stratégie s jasne definovanou víziou, strategickými cieľmi a spôsobmi ich dosiahnutia. Hlavným strategickým cieľom podniku musí byť tvorba hodnoty.
6. Implementovanie strategických cieľov do všetkých úrovní riadenia prostredníctvom konceptu BSC a generátorov hodnoty. Musia byť jasne definované čiastkové ciele s určením merítok a pre každé merítko určiť vlastníka.
7. Podnik musí mať vytvorenú metodiku a pravidlá pre vykazovanie hodnoty EVA (celopodnikovo ale aj za jednotlivé čiastkové útvary) a ostatných merítok. Reporting musí byť úzko spätý z operatívnym riadením podniku a systémom odmeňovania.

Pre fázu **Motivation**

8. Podnik musí vytvoriť vhodný systém odmeňovania s väzbou na dlhodobú tvorbu EVA
9. Väčšie podniky je vhodné organizačne rozdeliť na nezávislé jednotky, ktoré budú vykazovať, plánovať a riadiť EVA samostatne.

Pre fázu **Mindset**

10. Preškolenie a oboznámenie všetkých zamestnancov, ktorých rozhodovacie právomoci majú dopad na tvorbu hodnoty s hodnotovým prístupom a ukazovateľom EVA.
11. Podnik musí disponovať vhodným informačným a komunikačným systémom

Okrem týchto krokov, ktoré dopĺňajú štyri fázy implementácie EVA do podniku Kolařík (© 2007) odporúča začať tvorbu hodnoty kontinuálne sledovať a riadiť. Všetky rozhodnutia v operatívnom, finančnom a investičnom riadení podniku musia byť uskutočňované za podmienky tvorby hodnoty a zároveň v súlade so stratégiou a stanovenými cieľmi. EVA je vrcholový ukazovateľ, ktorého riadenie v podniku je implementované cez radu čiastkových merítok a ukazovateľov prechádzajúcich celou podnikovou hierarchiou. Preto je veľmi dôležité aby nedochádzalo k rozporom a protichodným rozhodnutiam v jednotlivých oblastiach podnikového riadenia a v rôznych organizačných štruktúrach.

4.8 Zhodnotenie EVA ako ukazovateľa výkonnosti

Jeho základným cieľom je maximalizácia hodnoty pre vlastníka preto sa javí ako jeden z vhodných spôsobov merania a riadenia výkonnosti podniku.

Wagner (2009, s.186-187) uvádza, že pri zhodnotení predností, charakteristiky a obmedzení ekonomickej pridanej hodnoty je vhodné poukázať na nasledujúce skutočnosti:

- Ukazovateľ EVA bol primárne vytvorený pre hodnotenie výkonnosti podniku ako celku z pohľadu externých užívateľov. Preto pracuje s informáciami zverejnenými vo finančných výkazoch spoločnosti.
- EVA vyjadruje výkonnosť dosiahnutú v určitom ohraničenom časovom období. Napriek tomu, že pri svojich výpočtoch pracuje s položkami ako sú nehmotné aktíva, resp. podiel vlastného kapitálu v tržnom ocenení je tento koncept založený na **projekčnom prístupe** k meraniu výkonnosti. Jedná sa teda o taký stav kde sa budúca výkonnosť odvodzuje od tej súčasnej.
- V súvislosti s predchádzajúcim problémom sa merítko EVA zameriava na súčasnú výkonnosť v hlavnej činnosti, ktorá je považovaná za najvhodnejšiu pre budúci odhad vývoja výkonnosti. Tým pádom smeruje užívateľa aby odvodzoval pohľad na budúci vývoj od toho, čo je pre daný podnik najvýznamnejšie teraz.
- Tým, že EVA pracuje s nákladmi kapitálu tak v sebe zahŕňa porovnanie skutočnej výkonnosti s požadovanou referenčnou úrovňou investorov
- Pre zistenie hodnoty ukazovateľa EVA sa musia uskutočniť rady analytických krokov, najmä teda v oblasti úprav účtovných informácií a stanovenia nákladov na kapitál. Tieto úpravy sú zakladané na **subjektívnom prístupe** hodnotiteľa.
- Ekonomická pridaná hodnota je koncipovaná ako rozdielový ukazovateľ a jeho hodnoty sú absolútne čísla.

Koncept ekonomickej pridanej hodnoty ako ukazovateľa hospodárenia podniku má svoje nesporné výhody, je potrebné však pamätať aj na jeho slabé stránky a obmedzenia.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY, A.S.

5.1 Základné informácie o spoločnosti

Spoločnosť XY, a.s. bola založená v roku 1996 v Žiline ako akciová spoločnosť zo základným imanom v hodnote 2,12 milióna EUR. Spoločnosť sa zameriava na vývoj, konštrukciu a výrobu jednoúčelových strojov a zariadení, meradiel, upínacích, montážnych, meracích a kontrolných prípravkov a zariadení, dopravných systémov. Nosným programom produkcie v poslednom období sú najmä tri oblasti: Konštrukcia a dodávky plastových a plechových súčiastok, konštrukcia a dodávky jednoúčelových strojov a zariadení, konštrukcia a výroba náradia. Spoločnosť je klasifikovaná v odvetví priemyslu do strojárskoho sektoru. Spoločnosť XY, a.s. je primárne zameraná na slovenské trhy, no okrem slovenských odberateľov má firma množstvo odberateľov zo susedných štátov. Medzi najvýznamnejších odberateľov patria spoločnosti pochádzajúce z Nemecka (tvorí približne 20% exportu spoločnosti). Spoločnosť vyváža ale aj do Českej republiky (10% exportu). 15 % celkového exportu spoločnosti tvoria odberatelia v krajinách Rakúska, Maďarska, Poľska a na Ukrajine .

Firma dosiahla za posledný rok 2011 celkový obrat v hodnote 6,3 milióna EUR. Počet zamestnancov vo firme je 144.

5.2 Výrobný program

Produkcia **plastových výrobkov** je zameraná na sériové dodávky súčiastok vystrekovaných z termoplastov pre automobilový priemysel, elektrotechnický priemysel, priemysel valivých ložísk a ďalšie náročné technické aplikácie. Dlhoročné skúsenosti z vývoja výrobkov a technológie vystrekovania plastov spoločnosti umožňujú ponúkať zákazníkovi komplexné služby ako sú:

- konštrukcia výrobkov v spolupráci a podľa požiadaviek zákazníka
- konštrukčný vývoj vstrekovacích foriem a ich výrobu vo vlastnej nárad'ovni
- overenie výrobkov a sériové dodávky

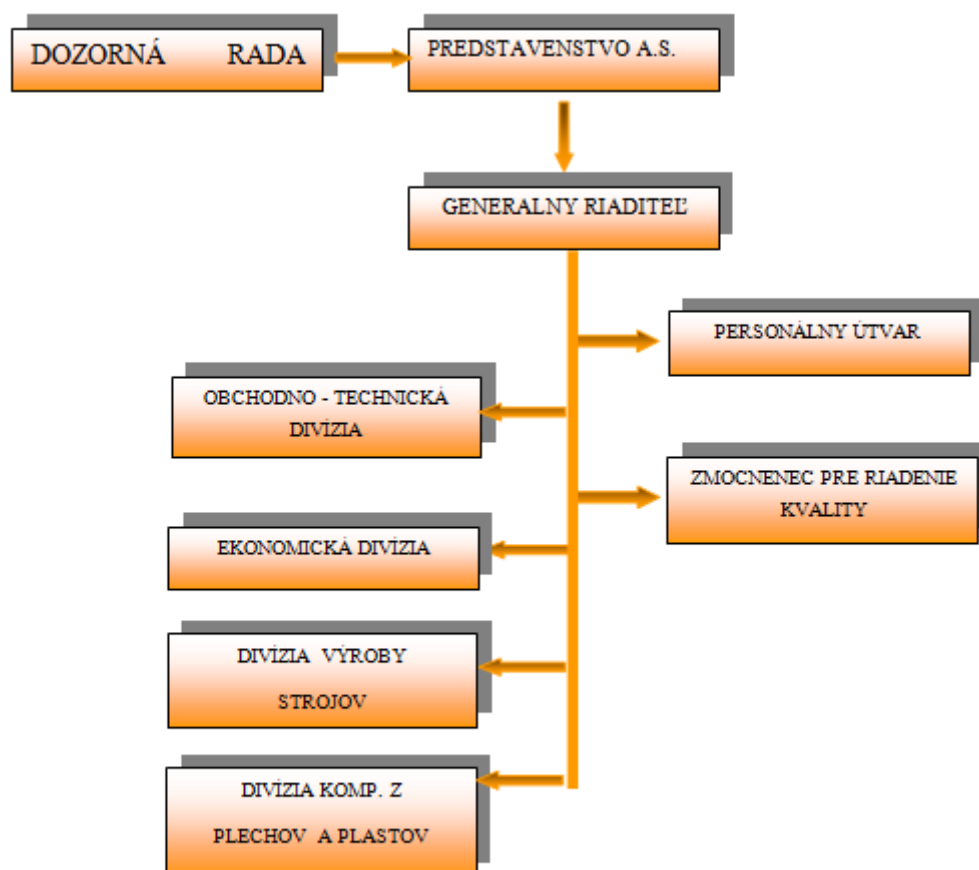
30.ročné skúsenosti z vývoja, konštrukcie a **výroby jednoúčelových strojov a zariadení** pre zákazníkom definované použitie umožňujú dodávky jednotlivých zariadení alebo skupiny zariadení, ktoré môžu byť prepojené systémom medzioperačnej dopravy a manipulácie. K strojom a zariadeniam podľa potrieb zákazníka spoločnosť projektuje a dodáva potrebné periférne vybavenie, špeciálne meracie, kontrolné a triediace zariadenia.

Stroje vybavuje elektronickými riadiacimi systémami renomovaných svetových výrobcov, vrátane programového vybavenia pre konkrétnu oblasť aplikácie zariadenia.

Výroba špeciálneho náradia, upínacích prípravkov a meradiel na základe ich vlastnej konštrukcie alebo dokumentácie zákazníka. Konštrukcia sa realizuje v systéme PRO/ENGINEER, AutoCAD a CATIA. Firma má vlastné skúsenosti zo sériovej výroby lisovaných súčiastok z plechu a plastových súčiastok vyrábaných vstrekovaním, ktoré sú využívané pri konštrukcii a výrobe náradia.

Produkty – lisovacie náradie, formy na vstrekovanie plastov, ručné meradlá, meracie a upínacie prípravky – sa úspešne uplatňujú v automobilovom priemysle, elektrotechnickom priemysle a v priemysle valivých ložísk.

5.3 Organizačná štruktúra spoločnosti XY a.s.

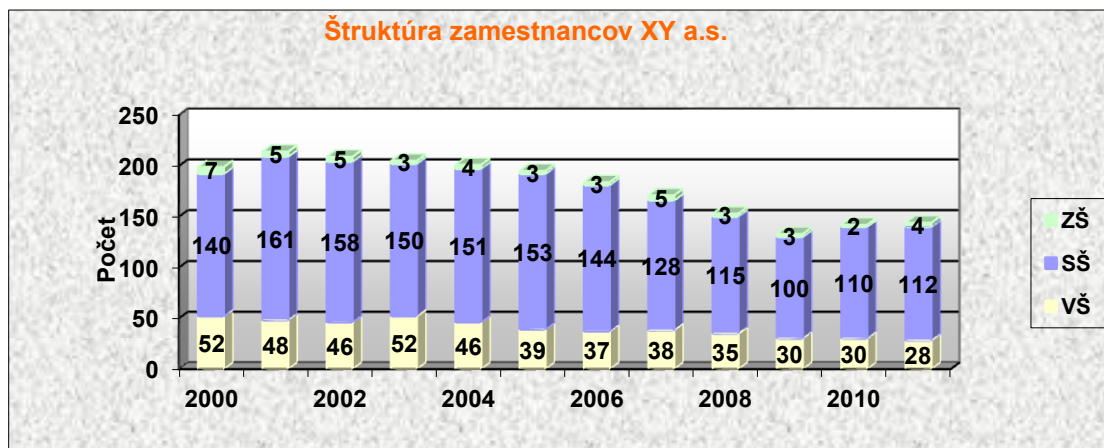


Obrázok 1 *Organizačná štruktúra* (interné materiály spoločnosti XY, a.s.)

Vnútorne usporiadanie firmy vychádza z cieľa vytvoriť čo najlepší kontakt so zákazníkom a pružne zabezpečiť splnenie jeho potrieb. Spoločnosť pracuje v divizionálnom usporiada-

ní od r. 1995. Na čele jednotlivých divízií stoja riaditelia divízií, ktorí spoločne s generálnym riaditeľom tvoria obchodné vedenie spoločnosti.

5.4 Štruktúra zamestnancov



Obrázok 2 Štruktúra zamestnancov (interné materiály spoločnosti XY, a.s.)

Spoločnosť zamestnávala v hlavnom pracovnom pomere 144 zamestnancov, nárast oproti roku 2010 bol minimálny, iba o dvoch pracovníkov. Vzhľadom na túto skutočnosť a nárast výkonnosti sa výrazne v roku 2011 zvýšila produktivita práce. V závere roku bol potenciál pre nárast ešte vyšší, avšak firma mala problém získať na trhu práce kvalitnú kvalifikovanú pracovnú silu. Fluktuácia nie je nad slovenským priemerom a pracovný kolektív je pomerne stabilný. Praceneschopnosť bola mierne nad slovenským priemerom a čiastočne súvisí s relatívne vysokým priemerným vekom zamestnancov.

Tabuľka 2 Vývoj počtu zamestnancov (vlastné spracovanie)

	Riadiaci pracovníci	Ostatní zamestnanci	Celkom
2007	6	165	171
2008	6	147	153
2009	6	127	133
2010	4	138	142
2011	4	140	144

Celkový vývoj počtu zamestnancov bol ovplyvnený v spoločnosti najmä hospodárskou krízou no aj veľkou snahou zefektívniť produktivitu práce a kvalifikovanosť zamestnancov. Od roku 2009 je vidno opätovný nárast počtu zamestnancov.

6 ANALÝZA VNÚTORNÉHO A VONKAJŠIEHO PROSTREDIA

Pre úspešné strategické riadenie podniku potrebuje vedenie spoločnosti aktuálne a relevantné informácie o trhu, na ktorom spoločnosť pôsobí. Preto sa v tejto krátkej časti zamie-ram na analýzu vonkajšieho a vnútorného prostredia firmy, ktoré majú najpodstatnejší vplyv na chod a úspešnosť spoločnosti.

6.1 Porterov model piatich síl

Model fungovania trhu je postavený na piatich hlavných faktoroch, ktorými sú (vyjednávajúca sila dodávateľov, vyjednávajúca sila odberateľov, riziko vstupu nových konkurentov, rivalita medzi existujúcimi konkurentmi a hrozba substitútov). Tento model napomáha odhaliť, ktoré sily sú v hodnotenom odvetví dôležité. Okrem toho identifikuje tie najdôle-žitejšie z nich pre podnik.

Sila dodávateľov

Vyjednávacia sila dodávateľov sa líši podľa toho či sa jedná o dodávateľov obyčajných surovín alebo ide o dodávateľov špecifických materiálov. Tá prvá časť, ktorá dodáva oby-čajné a ľahko nahraditeľné materiály a suroviny má iba nízku vyjednávajúcu silu a firmu by neohrozilo ich stratenie. Túto časť dodávateľov by dokázala spoločnosť znovuvybudo-vať v krátkom období. Druhá časť dodávateľov špecifických materiálov tvorí z celkového objemu dodávok malé percento no napriek tomu ich vyjednávacia sila je vysoká. Ich strata by znamenala pre spoločnosť omnoho viac, pretože predpokladaná doba získania nového náhradného dodávateľa predstavuje viac ako šesť mesiacov. Podstatná časť dodávateľov pochádza zo Slovenska, no okrem slovenských dodávateľov má spoločnosť vybudovanú sieť dodávateľov aj v susedných krajinách(Česko, Poľsko).

Sila odberateľov

Vyjednávajúca sila odberateľov je značne vysoká. Spoločnosť má síce široké portfólio produktov a služieb no hlavné príjmy spoločnosť získava od svojich najväčších odberate-ľov. Jedná sa o špecializované firmy, ktoré zadávajú spoločnosti XY, a.s. obrovské zákaz-ky s niekoľkomesačným predstihom. Títo najväčší hráči požadujú ale vysoko kvalitné vý-robky za čo najnižšiu cenu. Podnik XY, a.s. má vybudovaný systém riadenia kvality podľa EN ISO 9001,; 2000 VDA 6.1 a ISO/TS 16 949:2002 v spojení s kvalitnými výrobnými strojmi, čím dosahuje vysokú kvalitu svojich výrobkov.

Riziko nových konkurentov

Hrozba vstupu nových tuzemských konkurentov na trh je veľmi nízka. Medzi hlavné prekážky vstupu nových firiem do tohto odvetvia patrí kapitálová náročnosť – podnik musí investovať do strojového parku, do získania licencií, know-how ale aj kvalifikovaných pracovníkov. Ďalšou veľkou prekážkou je zväčša zmluvný vzťah najväčších odberateľov, ktorí predstavujú hlavné príjmy spoločností v tomto odvetví. Spoločnosť sa skôr obáva vstupu zahraničných konkurentov z východnej Európy, ktorých výrobné náklady vďaka lacnejšej pracovnej sile budú nižšie.

Rivalita medzi existujúcou konkurenciou

V období krízy od rokov 2008 do roku 2011 množstvo menších lokálnych konkurentov z tuzemského trhu ukončilo svoju činnosť. Spoločnosť vďaka tomu rozšírila svoju odberateľskú sieť a snaží sa posilovať aj tú už existujúcu. Na trhu ostali už iba konkurenčné spoločnosti stredne veľkého charakteru ako je naša spoločnosť. Momentálne nie je na tuzemskom trhu konkurent, ktorí by dokázal prebrať podstatné zákazky spoločnosti XY, a.s. a ohroziť tým jej existenciu.

Hrozba substitútov

Spoločnosť ponúka pestrú škálu produktov a výrobkov zo svojho výrobného programu. Väčšina menších výrobkov je vyrábaná priamo na zákazku a spoločnosť sa snaží pristupovať ku každému odberateľovi jednotlivo a s osobitým prístupom. Vďaka presným špecifikáciám na konečný výrobok od zákazníka a možnosti spoločnosti XY, a.s. upraviť výrobu na požadovaný výrobok, nie je táto hrozba veľmi podstatná.

6.2 SWOT analýza

Metóda SWOT analýzy umožňuje používateľovi hodnotiť na jednej strane interné vlastnosti skúmanej firmy a na strane druhej faktory externého prostredia.

Silné stránky

- Vlastné vývojové zázemie
- Široká paleta výrobkov a služieb
- Dlhoročná tradícia
- Organizácia a riadenie zamerané na zákazníka
- Image spoločnosti
- Široká odberateľská sieť
- Vysoká kvalita produktov

Slabé stránky

- Zastarala organizačná štruktúra
- Chýbajúce controllingové oddelenie
- Hodnotenie výkonnosti na základe tradičných ukazovateľov

Príležitosti

- Rozšírenie dodávateľsko-odberateľských vzťahov
- Rozšírenie portfólia produktov
- Rozšírenie odbytových ciest v zahraničí
- Hodnotenie výkonnosti podniku na základe moderných ukazovateľov

Ohrozenia

- Zvyšovanie mzdových nákladov
- Vývoj kurzu EUR voči ostatným menám
- Fluktuácia zamestnancov
- Nový zahraničný konkurenti
- Schopnosť konkurencie znižovať výrobné náklady
- Legislatívne zmeny
- Vládna a ekonomická nestabilita krajiny

7 FINANČNÁ ANALÝZA

Táto finančná analýza obsahuje výsledky a závery spracované na základe finančných výkazov od roku 2007 až do roku 2011. Rok 2012 nebol k dátumu spracovania diplomovej práce ešte spracovaný a z auditovaný.

7.1 Absolútne ukazovatele

7.1.1 Majetková a finančná štruktúra podniku

Pri pohľade na majetkovú štruktúru podniku v priloženej tabuľke pod textom môžeme vidieť, že bol podnik ovplyvnený finančnou krízou najmä v rokoch 2008 a 2009 kedy celková bilančná suma klesala medziročne o 9%. Od roku 2010 sa trend obracia a bilančná suma rastie. Najväčšiu časť aktív približne 60 % vo všetkých rokoch tvorí dlhodobý majetok, ktorý počas sledovaného obdobia zostával v podniku v relatívne rovnakej výške, na čom majú zásluhu najmä vysoké obnovovacie investície. V roku 2010 nastal prepád dlhodobého majetku o 6% čo bolo spôsobené predajom zastaraného majetku. Rok na to výška dlhodobého majetku zaznamenala opäť nárast do rovnakej hladiny ako v rokoch 2007 až 2009 vďaka investícii do nového stroja. Hlavnou položkou majetku je dlhodobý finančný majetok, ktorý ostáva počas sledovaného obdobia v nemennej výške. Tento finančný majetok je tvorený majoritnými podielmi v dvoch iných spoločnostiach, ktoré sú prepojené s činnosťou spoločnosti. Obežný majetok v podniku XY, a.s. tvorí za sledované obdobie piatich rokov približne 40 % výšku na celkových aktívach spoločnosti. Počas krízových rokov 2008 a 2009 sa podniku tento podiel znížil na 32%, s medziročným prepádom asi o 20 % u rokov 2007 na 2008 a z roku 2008 na 2009. Bolo to spôsobené najmä znížením hodnoty dlhodobých pohľadávok a neskôr znížením krátkodobého finančného majetku, kde sa podnik snaží výrazne zvýšiť efektívne riadenie hotovostnej likvidity.

Finančná štruktúra podniku je tvorená z 60% časti vlastnými zdrojmi podniku. V sledovanom období si môžeme všimnúť rastúci trend celkovej hodnoty vlastného imania kde z 3 miliónov eur v roku 2007 sa táto suma zvýšila na 3,2 milióna eur v roku 2011. Tento trend bol zapríčinený najmä politikou rozdeľovania zisku z bežného obdobia. Spoločnosť tento zisk kumuluje na účte Výsledok hospodárenia z minulých rokov. Táto položka sa od roku 2007 zvýšila o 45%. Ostatné položky vlastného imania nezaznamenali žiadnu výraznú zmenu. Cudzie zdroje podniku do roku 2009 klesali medziročne približne o 25 % a od roku 2010 kedy sa spoločnosti začalo opäť viac dariť vzrastali. Spoločnosť XY sa snaží elimi-

novat' vo svojej politike nežiaduce dlhodobé záväzky o čom svedčí aj fakt, že za päť rokov sa táto veľká položka cudzích zdrojov znížila skoro o 250 tisíc eur, čo je asi 50 % prepad. Na úkor znižovania dlhodobých záväzkov sa podniku medziročne zvyšujú krátkodobé neu-ročené záväzky celé sledované obdobie. Táto položka tvorí približne 60 % z cudzích zdrojov.

Tabuľka 3 *Majetková a finančná štruktúra podniku (vlastné spracovanie)*

v EUR	2007		2008		2009		2010		2011	
Aktíva celkom	5 470 855	100%	4 985 826	100%	4 553 082	100%	5 089 544	100%	5 215 335	100%
Dlhodobý majetok	3 053 210	56%	3 102 370	62%	3 061 998	67,20%	2 897 396	57%	3 104 187	59,50%
DNM	64 462	1,20%	58 654	1,20%	50 423	1,10%	58 412	1%	68 020	1,30%
DHM	862 114	15,80%	917 082	18,30%	884 936	19,40%	712 345	14%	909 428	17,40%
DFM	2 126 634	39%	2 126 634	42,50%	2 126 634	47,70%	2 126 639	42%	2 126 739	40,80%
Obežný majetok	2 397 231	44%	1 864 669	37,70%	1 483 635	32,65%	2 149 423	42%	2 074 039	39,80%
Zásoby	614 087	11,20%	344 254	7%	536 603	11,80%	726 244	14,20%	689 331	13,30%
Dlhodobé pohľadávky	497 942	9%	12 481	0,30%	11 348	0,25%	22 640	0,40%	22 640	0,40%
Krátkodobé pohľadávky	994 822	18%	933 712	18,70%	922 505	20,20%	1 385 350	27,20%	1 340 125	25,70%
Krát. fin. majetok	290 380	5,50%	574 222	11,70%	13 179	1,45%	15 189	0,20%	21 943	0,40%
Časové rozlíšenie	20 414	0,30%	18 787	0,30%	7 449	0,15%	42 725	0,80%	37 109	0,70%
Pasíva celkom	5 470 855	100%	4 985 826	100%	4 553 082	100%	5 089 544	100%	5 215 335	100%
Vlastný imanie	3 037 244	55,50%	3 174 467	63,70%	3 179 588	70%	3 190 934	62,70%	3 206 089	61,50%
Základné imanie	2 119 631	38,70%	2 119 631	42,50%	2 119 631	46,50%	2 120 019	41,60%	2 120 019	40,60%
Kapitálové fondy	-44 645	-0,80%	-44 645	-0,90%	-44 630	-1%	-44 630	-0,90%	-44 630	-0,80%
Rezervné fondy	551 987	10%	551 987	11%	551 987	12%	551 599	10,80%	551 599	10,50%
VH min. rokov	390 261	7,10%	406 785	8,20%	544 200	12%	552 600	10,80%	563 947	10,80%
VH bež. obdobia	20 010	0,50%	140 709	2,90%	8 400	0,50%	11 346	0,40%	15 154	0,40%
Cudzíe zdroje	2 430 192	44,40%	1 810 894	36,30%	1 373 494	30%	1 898 610	47,30%	2 009 088	38,50%
Rezervy	148 708	2,70%	183 695	3,80%	72 663	1,60%	8 685	0,20%	102 034	1,9%
Dlhodobé záväzky	509 029	9,30%	310 529	6,20%	119 792	2,60%	218 597	4,30%	265 009	5%
Krátkodobé záväzky	958 009	17,50%	1 155 745	23,20%	1 039 681	22,90%	1 231 955	24,20%	1 298 208	25%
Bankové úvery	814 446	14,90%	160 925	3,10%	141 358	2,90%	439 373	8,60%	343 837	6,60%
Časové rozlíšenie	3 419	0,10%	465	0%	0	0%	0	0%	158	0%

7.1.2 Analýza výnosov a nákladov

Z priloženej tabuľky pod textom je jasne vidieť, že sa jedná o výrobnú spoločnosť, keďže tržby z predaja vlastných výrobkov tvoria v každom zo sledovaných období viac ako 90 % celkových výnosov podniku. Celkové výnosy podniku sa od roku 2007 do roku 2009 znižovali z hodnoty 6,5 milióna eur na necelých 4,2 milióna eur. Tento zvrat bol spôsobený

úbytkom veľkých zákaziek z dôvodov finančnej krízy. Od roku 2010 spoločnosť znova získava stratené pozície, najmä vďaka zvýšeniu dopytu po výrobkoch a službách a aj vďaka rozšíreniu odberateľskej siete. V roku 2010 tvorí nezanedbateľnú časť tržieb aj predaj nepotrebné dlhodobého majetku v hodnote 316 tisíc eur.

Tabuľka 4 *Analýza výnosov a nákladov* (vlastné spracovanie)

v EUR	2007		2008		2009		2010		2011	
Tržby z predaja tovaru	229 901	3,50%	118 635	2%	45 879	1%	21 007	0,40%	25 590	0,40%
Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb	6 017 061	92,10%	6 018 953	99,30%	3 710 343	90,1%	4 431 748	88,60%	6 132 716	97,30%
Zmeny stavu vnútroorganizačných zásob	55 168	0,90%	-214 631	-3,50%	220 089	5,30%	120 497	2,40%	-74 504	-1,20%
Aktivácia	70 404	1%	54 371	0,90%	88 945	2,10%	100 468	2%	44 992	0,70%
Tržby z predaja DM	106 121	1,60%	77 706	1,20%	13 729	0,30%	316 666	6,30%	161 015	2,50%
Ostatné výnosy	54 869	0,90%	3 618	0,1%	46 454	1,20%	11 709	0,30%	12 148	0,50%
Výnosy celkom	6 533 524	100%	6 058 652	100%	4 125 439	100%	5 002 095	100%	6 301 957	100%
Náklady na predaný tovar	202 051	3,10%	106 618	1,80%	41 484	1%	18 626	0,40%	22 347	0,35%
Výrobná spotreba	3 767 642	59%	3 412 401	58,50%	2 263 203	55,60%	2 970 988	60,30%	3 760 973	61%
Osobné náklady	2 031 335	32,00%	1 882 560	32,20%	1 449 312	35,60%	1 409 042	28,60%	2 040 460	32,85%
Dane a poplatky	16 099	0,20%	7 203	0,10%	8 966	0,20%	8 313	0,15%	8 491	0,10%
Odpisy	324 105	5%	339 374	5,80%	289 484	7,10%	236 907	4,80%	208 910	3,30%
ZC predaného DM	30 007	0,40%	66 122	1,10%	14 388	0,35%	276 371	5,60%	157 095	2,50%
Ostatné náklady	21 874	0,30%	23 766	0,50%	3 666	0,15%	5 127	0,15%	12 696	0,20%
Náklady celkom	6 393 113	100%	5 838 044	100%	4 070 503	100%	4 925 374	100%	6 210 972	100%

Celkové náklady spoločnosti kopírovali trend výnosov a do roku 2009 klesali a od roku 2010 znova rástli. Podstatnú časť celkových nákladov tvoria dve hlavné položky a to výrobná spotreba s podielom asi 60 % a osobné náklady s približným podielom 32 % na celkových nákladoch. Výrobné náklady sa odvíjali proporcionálne v závislosti od počtu vyrobených výrobkov. Osobné náklady sa v prvých troch rokoch znížili najmä na základe skutočnosti, že spoločnosť počas tohto obdobia prepustila asi 30 zamestnancov. Od roku

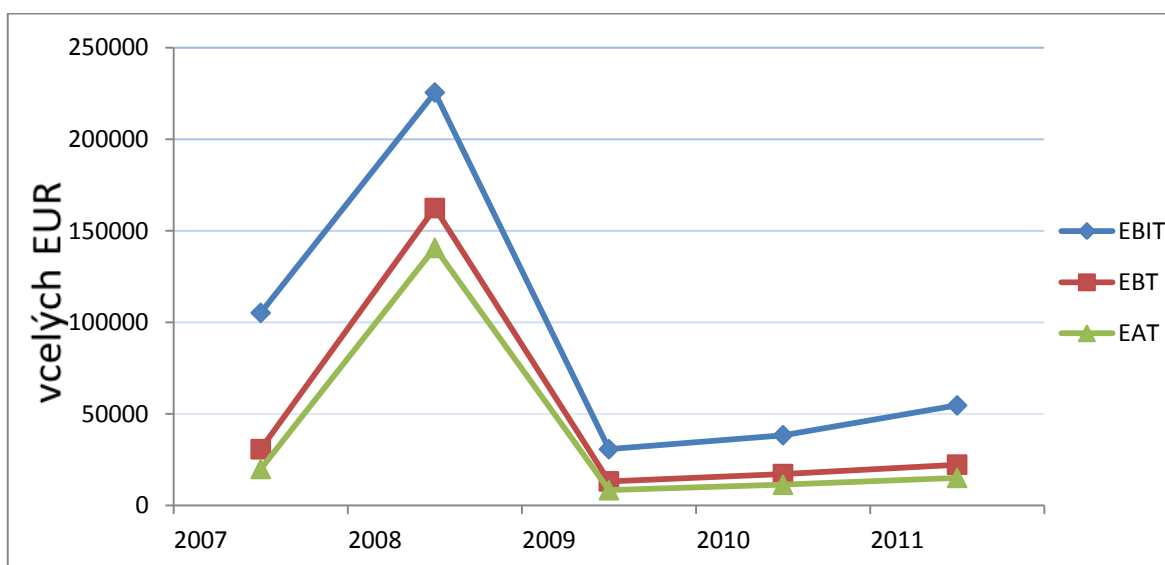
2010 sa spoločnosť zamerala na zvyšovanie produktivity práce a najímanie kvalifikovanejších zamestnancov, aj toto je preto jeden z dôvodov prečo sa osobné náklady zvýšili takmer do pôvodnej výšky roku 2007.

7.1.3 Analýza zisku

Tabuľka 6 Vývoj výsledku hospodárenia (vlastné spracovanie)

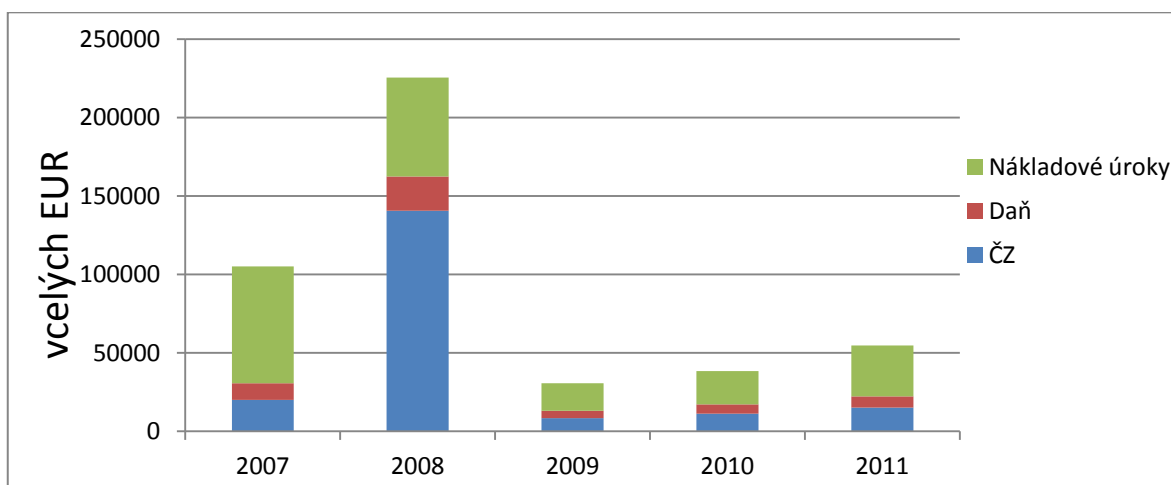
v EUR	2007	2008	2009	2010	2011
EBITDA	334 329	564 926	320 260	275 335	263 619
EBIT	105 224	225 552	30 776	38 428	54 709
EBT	30 771	162 451	13 195	17 203	22 339
EAT	20 017	140 709	8 399	11 347	15 154

V tabuľke číslo 6 vidíme číselne vyjadrené stavy zisku spoločnosti pred a po zdanení, platenými úrokmi a odpismi. Z tejto tabuľky je zrejmé, že najväčší zisk dosiahla spoločnosť v hodnote 140 tisíc eur v roku 2008 čo bolo zapríčinené najmä vysokým finančným výnosom z podielových cenných papierov, ktoré podnik vlastní. Z tabuľky si taktiež môžeme všimnúť, že podnik má stabilne vysoké hodnoty odpisov, čo nie je nič zriedkavé pri tomto type výrobného podniku. Spoločnosť XY, a.s. dosahuje rastový trend zisku, kde v období pred krízou zaznamenala najvyšší zisk, v roku 2009 bol počas sledovaného obdobia jediný ale za to výrazný prepád hodnoty zisku. Od nasledujúceho roku 2010 sa spoločnosti opäť zisk zväčšuje, najmä vďaka rozšíreniu odberateľskej siete a získaniu významných zákaziek. Celý trend vývoja zisku je možné pozorovať v obrázku pod textom.



Obrázok 3 Vývoj VH za sledované obdobie (vlastné spracovanie)

EBIT (earnings before interest and tax) je rozdiel výnosov a nákladov podniku bez započítania nákladových úrokov a dane. Na priloženom obrázku číslo 4 je zachytená skutočnosť, koľko z vytváraného zisku podniku putuje štátu, veriteľom a aká časť zostáva v podniku. Nákladové úroky v rokoch 2007 a 2008 dosahujú vysokých hodnôt z dôvodu pomerne vysokej čiastky finančného leasingu, ktorý podnik využíval. V týchto rokoch podnik uplatňuje odloženú daň z príjmu a čiastka zaplatených daní zostáva na relatívne nízkej úrovni v pomere k celkovému zisku.



Obrázok 4 Štruktúra VH pred zdanením a úrokmi (vlastné spracovanie)

7.2 Rozdielové ukazovatele

V priloženej tabuľke pod textom môžeme vidieť vývoj čistého pracovného kapitálu v jednotlivých rokoch 2007 až 2011. Ukazovateľ ČPK patrí k najpoužívanejším rozdielovým ukazovateľom. Tento ukazovateľ nás informuje o dostatočnej likvidite v podniku kde počas celého sledovaného obdobia podnik dosahoval kladné hodnoty. To znamená, že v prípade plnenia krátkodobých záväzkov nebude musieť podnik uvoľniť peňažné prostriedky z majetku dlhodobého charakteru, ktorý je potrebný pre plynulý chod podniku. Podiel ukazovateľa ČPK na obežných aktívach sa pohybuje na hranici 40 čo môžeme považovať za dostačujúce množstvo.

Tabuľka 5 Vývoj čistého pracovného kapitálu (vlastné spracovanie)

v EUR	2007	2008	2009	2010	2011
ČPK	1 439 222	708 924	443 954	917 468	775 831
ČPK/OA	60%	38%	29%	43%	37%

7.3 Pomerové ukazovatele

7.3.1 Analýza rentability

Pri výpočte rentability som vychádzal zo zisku pred zdanením a úrokmi. Z ukazovateľov rentability, resp. výnosnosti vloženého kapitálu môžeme usúdiť, spoločnosť XY, a.s. dosahuje počas celého sledovaného obdobia veľmi nízkych hodnôt. V hodnotení rokov jednoznačne vyčnieva rok 2008 kedy sa podniku darilo, mal veľa zákaziek a zároveň v tomto roku zaznamenal veľký finančný výnos z podielových cenných papierov.

Tabuľka 6 Ukazovatele rentability (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
ROS	1,65%	3,60%	0,80%	0,80%	0,80%
ROE	3,40%	7,10%	9,60%	1,20%	1,70%
ROI	2,30%	5%	0,90%	1%	3%
ROA	2%	4,50%	0,70%	0,70%	1%

Zisková marža sa v podniku za posledné tri roky drží na rovnakej hladine o čom svedčí ukazovateľ rentability tržieb. Celková rentabilita aktív a rentabilita úplatného kapitálu vykazuje v posledných troch rokoch mierne rastúci trend no napriek tomu sa tieto hodnoty nachádzajú niekoľko percent pod hodnotami v odvetví.

Vplyv zadlženosti na rentabilitu vlastného kapitálu

Tabuľka 7 Vývoj multiplikátoru vlastného kapitálu (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
EBT/EBIT	0,29	0,72	0,43	0,45	0,4
A/VK	1,8	1,57	1,43	1,59	1,62
Multiplikátor vlastného kapitálu	0,522	1,1304	0,6149	0,7155	0,648

V tabuľke číslo 8 nad textom si môžeme pozrieť vplyv zadlženosti na rentabilitu vlastného kapitálu. Z tabuľky je zrejmé (v štyroch rokoch z piatich sledovaných), že pre spoločnosť XY, a.s. by následné zvyšovanie podielu cudzích zdrojov nemalo pozitívny dopad na rentabilitu vlastného kapitálu ale naopak zapríčinilo by zvýšenie úrokov, ktoré znižujú podiel zisku plynúceho investorom. Naopak v tomto období by sa malo prikrčiť k znižovaniu podielu hodnoty cudzích zdrojov. Jedine v roku 2008 bola splnená podmienka pre zvyšovanie podielu cudzích zdrojov (multiplikátor vlastného kapitálu dosiahol hodnoty väčšej ako 1), to by malo za následok zvýšenie rentability vlastného kapitálu. Pre podnik sa preto z celkového hľadiska neodporúča využitie tzv. finančnej páky.

7.3.2 Analýza zadlženosti

Celková zadlženosť v spoločnosti XY, a.s. dosahuje relatívne rovnakú percentuálnu časť asi 40% vo všetkých rokoch. Doporučené hodnoty sa pohybujú v rozmedzí 30 až 60 % a tie podnik spĺňa v celom skúmanom období. Z tabuľky je jasne vidieť, že spoločnosť dáva prednosť vlastnému kapitálu pred kapitálom cudzím, no zároveň si uvedomuje fakt pôsobenia tzv. finančnej páky a snaží sa nájsť optimálnu výšku cudzích zdrojov. O tomto fakte nám svedčí aj trend, ktorý v prvých troch rokoch znižuje pomer cudzieho kapitálu na celkovom a od roku 2009 sa ale opäť tento pomer zvyšuje smerom hore. Dôležitým parametrom pre správne posúdenie finančnej rovnováhy je tzv. zlaté pravidlo financovania. Toto pravidlo financovania hovorí, že dlhodobé aktíva majú byť kryté dlhodobým kapitálom. Toto pravidlo bolo veľmi tesne dodržané vo všetkých rokoch. Doporučená hodnota MPO pre úrokové krytie je vyššia ako 5. Túto hodnotu sa spoločnosti XY, a.s. nepodarilo dosiahnuť ani v jednom zo sledovaných rokov. Najbližšie k splneniu hodnoty sa tento ukazovateľ dostal v roku 2008 kedy dosiahol hodnotu 3,57.

Tabuľka 8 Ukazovatele zadlženosti (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
Celková zadlženosť	44,42%	36,00%	30,00%	37,30%	38,5%
Miera zadlženosti	0,80	0,57	0,43	0,60	0,63
Úrokové krytie	1,41	3,57	1,75	1,85	1,69
VK/DM	0,99	1,02	1,04	1,10	1,03
Dlhod. CZ/DM	0,48	0,21	0,11	0,23	0,23
Dlhod. CZ/CZ	0,61	0,36	0,24	0,35	0,35

7.3.3 Analýza likvidity

V priloženej tabuľke pod textom vidíme dosahované hodnoty jednotlivých stupňov likvidity a zároveň v poslednom stĺpci sú uvedené doporučené hodnoty MPO ČR, ktoré by mali podniky dosahovať. Bežná likvidita sa pohybuje posledné štyri roky na spodnej hranici doporučenej hodnoty. V roku 2009 dokonca pár bodov pod. Bežná likvidita značí stav kedy by spoločnosť predala všetky svoje obežné aktíva za účelom úhrady krátkodobých záväzkov. V štruktúre obežného majetku spoločnosti XY, a.s. môžeme vidieť vysoký podiel dvoch zložiek a to zásob a krátkodobých pohľadávok. Položka krátkodobých pohľadávok je v tomto prípade tou najvýznamnejšou keďže v celom sledovanom období tvorí viac ako polovicu obežného majetku. Tieto pohľadávky sú tvorené z 85% zdravými krátkodobými pohľadávkami pred dobou splatnosti (doba splatnosti je u týchto pohľadávok zväčša 90 dní) a len 15% je tvorených pohľadávkami po dobe splatnosti. V prípade nutnosti uhradenie všetkých krátkodobých záväzkov by nemala mať spoločnosť väčší problém s transformáciou pohľadávok na finančné prostriedky, horšie je to však pri spomínaných zásobách, ktoré sú podstatne menej likvidnou položkou.

Tabuľka 9 Ukazovatele likvidity (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011	Doporučené hodnoty MPO
Bežná likvidita	2,5	1,61	1,42	1,74	1,59	1,5 - 2
Pohotovostná likvidita	1,34	1,3	0,89	1,13	1,04	1
Hotovostná likvidita	0,3	0,49	0,01	0,01	0,01	0,2 - 0,5

V prípade pohotovostnej likvidity opäť firma dosahuje solídnych výsledkov, kde doporučené hodnotu mierne preyšuje v štyroch z piatich rokov. V roku 2009 je táto hodnota pod úrovňou doporučenej hodnoty MPO a dosahuje iba 0,89. U hotovostnej likvidity podnik v prvých dvoch rokoch dosahuje hodnoty v doporučenom rozmedzí no v nasledujúcich troch rokoch nastal výrazný úbytok peňažných prostriedkov a podnik dosahuje nedostatočné hodnoty. Napriek tomu, že má spoločnosť problémy s hotovostnou likviditou podniku v tomto vyjadrení, tak sa môže pochváliť tým, že získala v roku 2011 ocenenie za zodpovedné podnikanie a výrazný prínos pre hospodárstvo a zamestnanosť od ministra hospodárstva SR. Spoločnosť totiž kryje v prípade potreby preyšujúce krátkodobé záväzky výhodným kontokorentným účtom.

7.3.4 Analýza aktivity

Ukazovatele aktivity ukazujú, akú má podnik schopnosť využiť svoje zdroje. Preto sa podnik musí snažiť, aby bol obrat čo najväčší (všetky zásoby by sa mali obracať v podniku čo najviac), a naopak doba obratu by mala byť čo najkratšia (teda peniaze viazané v zásobách, pohľadávkach ale aj záväzkoch by mali mať v podniku čo najkratšiu dobu).

Pri výpočte jednotlivých ukazovateľov som vychádzal z tržieb za predaj vlastných výrobkov a služieb, celkového súčtu pohľadávok a z celkového súčtu záväzkov z obchodných vzťahov. Keď porovnáme výsledku celkového obratu aktív z tržieb a výnosov tak zistíme, že dané hodnoty sa líšia od seba minimálne. Tento fakt je zapríčinený tým, že sa jedná o výrobnú firmu, ktorej 95% celkových výnosov tvoria práve tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb. Firma dosahuje priemernú obrátkovosť aktív, kde počas celého obdobia sa výsledné hodnoty pohybujú okolo doporučenej minimálnej hodnoty 1. To znamená, že spoločnosť bola schopná vyprodukovať na jednotku aktív 1 Kč tržieb. V krízovom roku 2009 tento ukazovateľ síce poklesol no v nasledujúcich obdobiach je vidno návrat do optimálnej hodnoty.

Tabuľka 10 *Ukazovatele aktivity* (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
Obrat aktív z tržieb (z tržieb)	1,1	1,2	0,8	0,87	1,17
Obrat aktív z výnosov (z tržieb)	1,19	1,2	0,9	0,98	1,2
Doba obratu zásob (z tržieb)	37	21	52	59	41
Doba obratu pohľadávok (z tržieb)	90	57	92	116	81
Doba obratu záväzkov (z tržieb)	89	89	114	120	93

Doba obratu zásob sa opäť v podniku vyvíjala priaznivo a podnik sa snažil zefektívniť riadenie zásob čo sa im podarilo najmä v roku 2008 kedy dosahoval tento ukazovateľ hodnotu približne 20 dní. Opäť ale v roku 2009 nastal pokles a v roku 2010 tento pokles pokračoval až na hodnotu 60 dní čo je tri krát dlhšia doba obratu ako v roku 2007. V poslednom roku došlo vo firme k zlepšeniu tohto ukazovateľa. Pre podnik je dôležité aby ukazovateľ doby obratu pohľadávok dosahoval nižších hodnôt ako ukazovateľ doby obratu záväzkov. Tento fakt svedčí o tom, že podnik poskytuje kratšie doby splatnosti svojim odberateľom ako dostáva od svojich dodávateľov. Môžeme povedať, že v celom sledovanom období dosahuje spoločnosť XY, a.s. splnenie tohto základného kritéria. Najväčší rozdiel medzi

dobou obratu pohľadávok a záväzkov nastáva v roku 2009 kedy sa jedná o rozdiel až 22 dní.

7.3.5 Ďalšie ukazovatele

Tabuľka 11 *Analýza ďalších ukazovateľa* (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
Pridaná hodnota/Počet zamestnancov	14 051	16 067	13 237	11 859	16 288
Tržby/Počet zamestnancov	37 152	40 622	28 345	33 587	43 884
Osobné náklady/Počet zamestnancov	11 879	12 304	10 897	9 922	14 169
Výrobná spotreba/Výnosy	57%	56%	54%	59%	59%
Osobné náklady/Výnosy	31%	31%	35%	28%	32%
Odpisy/Výnosy	5%	5,60%	7%	4,70%	3,30%
Nákladové úroky/Výnosy	1,10%	1%	4%	4%	5%
Pridaná hodnota/Výnosy	36%	40%	43%	33%	37%
Osobné náklady/Pridaná hodnota	84%	76%	82%	83%	87%
Odpisy/Pridaná hodnota	13,50%	13,80%	16,40%	14,10%	8,90%
Nákladové úroky/Pridaná hodnota	3,10%	2,60%	1%	1,30%	1,40%
EBT/Pridaná hodnota	1,30%	6,60%	0,70%	1%	1%

Pridaná hodnota na jedného zamestnanca bola najvyššia v roku 2011 kedy táto hodnota dosiahla 16 288 EUR na zamestnanca. Naopak v rokoch 2009 a 2010 sa táto hodnota znižovala až na úroveň 11 859 EUR na zamestnanca. Jedná sa skoro o 30 % rozdiel tohto ukazovateľa. Celkové tržby na jedného zamestnanca dosiahli najvyššiu čiastku opäť v roku 2011 a vo firme môžeme sledovať rastúci trend tohto ukazovateľa s výnimkou roku 2009 kde bol takmer 12 tisícový prepád tržieb na jedného zamestnanca.

Osobné náklady svedčia o tom, že firma sa snaží zvýšiť produktivitu práce a počas sledovaného obdobia poklesol celkový počet zamestnancov zo 171 na 144. V roku 2011 je síce

tento ukazovateľ vysoký, na jeho výška je zapríčinená najmä výplatou mimoriadnych päť, desať a pätnásť ročných odmien lojálnym zamestnancom. Výrobná spotreba v pomere k výnosom osciluje na úrovni 55%. Osobné náklady v pomere k výnosom dosahujú približne 30 %. Odpisy k výnosom sú približne 5% z výkyvom v roku 2009 a 2011, kde sa táto hodnota zmenila približne až o 2%. Nákladové úroky k výnosom v prvých dvoch rokoch dosahujú zanedbateľné 1% no potom sa tento ukazovateľ zvýšil až na úroveň 5%. Pridaná hodnota si udržiava počas celého obdobia piatich rokov približne rovnaký pomer 40% z celkových výnosov spoločnosti. Osobné náklady v pomere k pridanej hodnote sa pohybujú v pásme od 76% až do 87%.

7.4 Súhrne ukazovatele

Tieto ukazovatele slúžia pre súhrne zhodnotenie finančnej pozície a finančného zdravia podniku. Pre hodnotenie spoločnosti XY, a.s. som zvolil Altmanov index dôveryhodnosti tzv. Z-skóre a ukazovateľ manželov Neumaierových Index IN05.

7.4.1 Z-skóre (Altmanov model)

Altmanov index dôveryhodnosti je jedným z najznámejších a najviac využívaných modelov, ktorí vypovedá súhrne o finančnej situácii podniku. Na základe dosiahnutých výsledkov tohto ukazovateľa môžeme posúdiť, či spoločnosti hrozí bankrot alebo nie.

Tabuľka 12 Výpočet Altmanového modelu - Z-skóre (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
ČPK/Aktíva	0,18	0,10	0,07	0,13	0,11
Nerozdelený zisk/Aktíva	0,05	0,06	0,10	0,09	0,09
EBIT/Aktíva	0,06	0,15	0,03	0,03	0,03
VK/CZ	0,53	0,75	1,00	0,72	0,70
Tržby/Aktíva	1,14	1,23	0,82	0,93	1,20
Z - skóre	1,96	2,29	2,02	1,90	2,13

Z hľadiska dosiahnutých hodnôt tohto ukazovateľa spoločnosti XY a.s. sa firma nachádzala v rokoch 2007 až 2011 v tzv. šedom pásme, ktoré je charakteristické nevyhranenu finančnou situácia. Minimálna doporučená hodnota je na úrovni 2,99 a najbližšie sa podarilo dostať k tejto hodnote v roku 2008 a 2011. Aby spoločnosť dosiahla lepšie výsledky v Z-skóre musí naďalej pracovať najmä na zlepšení ukazovateľov rentability.

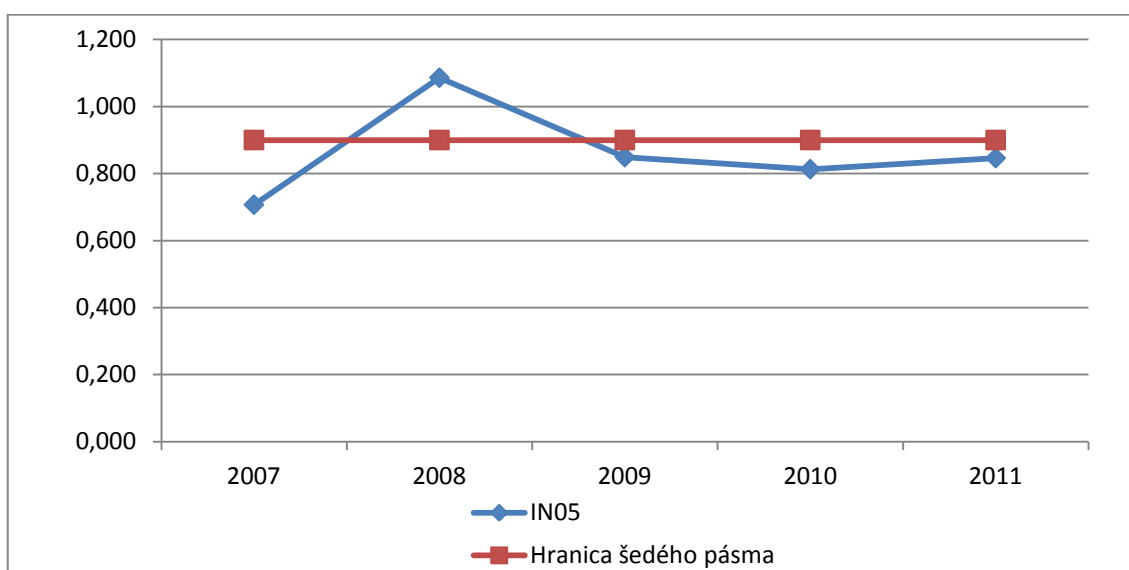
7.4.2 Index IN05

Index IN05 predstavuje spojenie bonitného a bankrotového modelu. Predchodcom tohto indexu bol index IN01. Ten bolo ale potrebné aktualizovať a nový aktualizovaný index bol nazvaný práve IN05.

Tabuľka 13 Výpočet indexu IN05 (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
Aktíva/Cudzie zdroje	0,293	0,358	0,431	0,348	0,337
EBIT/Nákladové úroky	0,057	0,143	0,070	0,072	0,068
EBIT/Aktíva	0,076	0,180	0,027	0,030	0,043
Výnosy/Aktíva	0,251	0,255	0,190	0,206	0,254
Obežné aktíva/Krátkodobé CZ	0,030	0,150	0,130	0,157	0,144
IN05	0,707	1,086	0,849	0,813	0,846

Podnik sa počas celého sledovaného obdobia pohybuje tesne pod hodnotou spodnej hranice šedého pásma tohto indexu. Výsledku sú preto pre spoločnosť alarmujúce a na základe týchto hodnôt by sme mohli konštatovať, že podnik smeruje k bankrotu. Pri posudzovaní zdravia podniku na základe tohto bankrotového indikátoru je však potreba brať v úvahu, že tento ukazovateľ má len orientačný charakter a nie je z neho možné vychádzať pri strategických rozhodnutiach. Vývojový trend indexu IN05 si môžeme všimnúť v nasledujúcom obrázku.



Obrázok 5 Vývoj indexu IN05 (vlastné spracovanie)

7.5 Závěr k finanční analýze

Vo vypracovanej finančnej analýze som zhodnotil, v ktorých oblastiach je spoločnosť problémová a v ktorých naopak dosahuje priaznivé výsledky.

V majetkovej štruktúre je zreteľný vysoký podiel dlhodobého majetku 60% z celkových aktív, ktorý je daný charakterom činnosti podniku. Podnik po celé skúmané obdobie vynakladá dostatočujúcu výšku peňažných prostriedkov do investícií do dlhodobého majetku, ktorých suma prevyšuje sumu odpisov a tým pádom obnovuje svoj dlhodobý majetok. V obežnom majetku sa nachádza vysoký podiel dvoch zložiek a to finančného majetku a pohľadávok. Spoločnosť sa musí naďalej snažiť znížiť výšku týchto krátkodobých pohľadávok a tým zároveň znížiť riziko nesplatenia. Napriek tomu, že priemerná doba splatnosti je vysoká tak doba splatnosti záväzkov je vyššia.

Výška finančných prostriedkov na bežných účtoch je príliš nízka o čom značí ukazovateľ hotovostnej likvidity. Na druhej strane hodnoty bežne a pohotovostnej likvidity mierne prekračujú doporučené hodnoty MPO a spoločnosť by sa mala zamerať na zníženie položiek nadbytočných zásob a už zmieňovaných krátkodobých pohľadávok.

Absolútna hodnota vlastného imania sa počas celého sledovaného obdobia zvyšuje a firma dosahuje kladný výsledok hospodárenia čo môžeme považovať za priaznivú skutočnosť. Podnik spĺňa tzv. zlaté pravidlo financovania a svoj dlhodobý majetok kraje vlastným imáním, čo svedčí o vysokej finančnej stabilite firmy. Spoločnosť dokáže splácať z vytvoreného zisku nákladové úroky no hodnota ukazovateľa úrokového krytia svedčí o tom, že ďalšie vysoko úročené cudzie zdroje by boli pre podnik kontraproduktívne. Celková zadlženosť podniku sa udržiava stabilne na úrovni 40% a na základe výsledkov by som neodporúčal túto hodnotu prekračovať.

Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb tvoria v podniku 95% celkových výnosov, ostatné výnosy predstavujú zanedbateľné čiastky. Paralelne najvyššou položkou nákladov sú náklady na výrobnú spotrebu až 60% a osobné náklady 30%.

Vysoký pomer podielu osobných nákladov na pridanej hodnote ukazuje problémy s produktivitou práce v spoločnosti. Spoločnosť si tento fakt uvedomuje a nastolila trend zvyšovania produktivity práce a zároveň kvalifikácie zamestnancov.

Spoločnosť dosahuje v porovnaní s odvetvím pomerne nízke úrovne rentability. Rentabilita vlastného kapitálu ukazuje, že prostriedky vložené do podnikania firmy sa vlastníkom zhodnocuje no dosahuje úroveň nižšiu ako sú úroky z bankových termínovaných vkladov.

Na základe súhrnných ukazovateľov sa spoločnosť nachádza na spodnej hranici šedej zóny s nevyhranenou finančnou situáciou.

Záverom môžeme konštatovať že spoločnosť XY a.s. je finančne stabilnou firmou s dostatočne vysokým vlastným kapitálom, primeranou likviditou a plusovým výsledkom hospodárenia. Spoločnosť by mala zvýšiť najmä produktivitu práce, znížiť výrobné náklady a samozrejme znižovať vysokú hodnotu krátkodobých pohľadávok.

8 HODNOTENIE VÝKONNOSTI POMOCOU KONCEPTU EVA

V tejto časti diplomovej práce zhodnotím výkonnosť podniku pomocou moderného ukazovateľa EVA, ktorý je založený na ekonomickom modeli. Budem teda musieť upraviť účtovné dáta na dáta ekonomické, ktoré budú odpovedať ekonomickej činnosti podniku. Tým získam položky NOA, NOPAT a WACC.

8.1 Vymedzenie NOA

Pre zistenie veľkosti investovaného kapitálu využijem majetkový prístup, ktorý vychádza z aktív rozvahy. Vývoj aktív v sledovaných rokoch dokumentuje priložená tabuľka.

Tabuľka 14 *Vývoj účtovnej hodnoty aktív* (vlastné spracovanie)

V celých EUR	2007	2008	2009	2010	2011
Aktíva (účtovná hodnota)	5 470 855	4 985 826	4 553 082	5 089 544	5 215 335

8.1.1 Vylúčenie neoperatívnych aktív

Položky aktív, ktoré nemajú operatívny charakter a nie sú nutné pre hlavnú činnosť podniku vyčleníme ako:

Krátkodobý finančný majetok

Podnik vykazuje na bežnom účte relatívne nízke čiastky peňažných prostriedkov, čo sa odzrkadľuje na minimálnej hodnote ukazovateľa hotovostnej likvidity. Z týchto dôvodov nebudem vyčleňovať žiadne peňažné prostriedky.

Dlhodobý finančný majetok

Spoločnosť XY a.s. ma kapitálovú účasť v spoločnostiach V-Trading a.s. a Savura Slov. a.s.. Tieto finančné investície nemajú portfóliový charakter, naopak sa jedná o prepojenie hlavnej činnosti podniku XY a daných podnikov. Z dlhodobého finančného majetku vyčlením iba malú časť a to ostatné cenné papiere, ktorá spĺňa portfóliový charakter.

Tabuľka 15 *Vývoj hodnoty DFM portfóliového charakteru* (vlastné spracovanie)

v celých EUR	2007	2008	2009	2010	2011
Dlhodobý finančný majetok	15966	15966	15966	15966	15966

Nedokončené investície

Nedokončené investície spoločnosť neviduje žiadne, preto nebude urobená žiadna úprava dát.

Iné aktíva nepotrebné k operatívnej činnosti

Patria sem napríklad nevyužitú pozemky, nadbytočné zásoby a nedobytné pohľadávky. V prípade spoločnosti XY a.s. je nutné vylúčiť nepotrebné a nadbytočné zásoby, ktorých predajnosť je veľmi problematická pre ich unikátnu špecifikáciu.

Tabuľka 16 Hodnota nepredajných zásob (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
Nadbytočné zásoby	12 849	15 475	15 475	18 730	13 230

8.1.2 Aktivácia položiek*Leasing*

V účtovníctve podľa Českých účtových štandardov sa majetok obstaraný prostredníctvom leasingu vedie v podsúvahovej evidencii. V takomto prípade by sme tento majetok pričítali (aktivovali) k hodnote aktív. Analyzovaná firma XY a.s. je však slovenská firma, ktorá má účtovníctvo vedené podľa účtových štandardov platných na Slovensku, ktoré **majetok obstaraný leasingom zahrňajú do majetku a zobrazujú v rozvahe**. Z tohto dôvodu leasing nemusíme dodatočne aktivovať tak, ako by tomu bolo v prípade, že by sa analyzovaná firma riadila štandardami českého účtovníctva.

Náklady s dlhodobými účinkami

Medzi náklady s dlhodobými účinkami patria napríklad náklady na výskum a vývoj, náklady na reklamu, reštrukturalizáciu podniku a podobne. Spoločnosti XY, a.s. takéto dlhodobé náklady nevznikajú a preto nebudú aktivované.

Oceňovacie rozdiel u dlhodobého a obežného majetku

Hodnota oceňovacích rozdielov z majetku bola evidovaná v zanedbateľnej výške preto som ich neaktivoval do operatívnych aktív.

Goodwill, tiché rezervy

Goodwill ani tiché rezervy neboli v spoločnosti XY a.s. v žiadnom zo sledovaných rokov evidované.

8.1.3 Stanovenie neúročeného cudzieho kapitálu

V nasledujúcej tabuľke sú uvedené cudzie zdroje spoločnosti XY, ktoré nenesú úrok. Tým pádom treba o ich hodnotu znížiť celkovú hodnotu aktív. Rezervy v podniku majú charakter skutočných záväzkov. Dlhodobé záväzky boli tvorené časťou v hodnote leasingu a časťou neúročenou. Medzi neúročené dlhodobé záväzky spoločnosti patria odložený daňový záväzok, záväzky z obchodného vzťahu a záväzky voči sociálnemu fondu.

Tabuľka 17 *Vývoj neúročených cudzích zdrojov* (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
Rezervy	148 708	183 695	72 663	8 685	102 034
Krátkodobé záväzky	958 009	1 155 745	1 039 681	1 231 955	1 298 208
Dlhodobé neúročené záväzky	178 219	115 482	85 895	85 978	87 949
Časové rozlíšenie	3 419	465	0	0	158
Celkom	1 288 355	1 455 387	1 198 239	1 326 618	1 488 349

Po uskutočnení všetkých účtovných úprav za účelom vymedzenia čistých operatívnych aktív, vznikne nová majetková štruktúra spoločnosti. Dlhodobý finančný majetok je znížený o hodnotu cenných papierov, ktoré majú portfóliový charakter. Obežné aktíva sa znížia v položke zásob, kde boli vylúčené nadbytočné zásoby. Výška krátkodobého finančného majetku a aktívneho časového rozlíšenia zostáva nezmenená. Aktíva boli upravené na čisté operatívne aktíva a preto sme vyčlenili aj výšku neúročených záväzkov.

Tabuľka 18 Vymedzenie NOA v jednotlivých rokoch (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
Dlhodobý majetok	3 037 244	3 086 404	3 046 027	2 881 425	3 088 116
DNM	64 462	58 654	50 423	58 412	68 020
DHM	862 114	917 082	884 936	712 345	909 428
DFM	2 110 668	2 110 668	2 110 668	2 110 668	2 110 668
Obežný majetok	2 384 382	1 849 194	1 468 160	2 130 693	2 060 809
Zásoby	601 238	328 779	521 128	707 514	676 101
Pohľadávky	1 492 764	946 193	933 853	1 407 990	1 362 765
Krát. fin. majetok	290 380	574 222	13 179	15 189	21 943
Časové rozlíženie	20 414	18 787	7 449	42 725	37 109
(-)Neúročené záväzky	1 288 355	1 455 387	1 198 239	1 326 618	1 488 349
NOA	4 153 685	3 498 998	3 323 397	3 728 225	3 697 685

8.2 Vymedzenie NOPAT

Pre určenie čistého operatívneho zisku je dôležité dosiahnutie symetrie medzi NOA a NOPAT. Pre zistenie NOPAT-u budem upravovať výsledok hospodárenia pred zdanením. Jeho vývoj zachytáva priložená tabuľka.

Tabuľka 19 Vývoj výsledku hospodárenia pred zdanením (vlastné spracovanie)

v EUR	2007	2008	2009	2010	2011
Výsledok hospodárenia pred zdanením	30 771	162 451	13 195	17 203	22 339

Vylúčenie platených úrokov

Prvým krokom pre určenie NOPATu bolo, že som vylúčil platené úroky z bankových úverov a leasingu tak, že som ich pripočítal naspäť k výsledku hospodárenia.

Tabuľka 20 Vývoj nákladových úrokov (vlastné spracovanie)

v EUR	2007	2008	2009	2010	2011
Nákladové úroky - úvery	49 308	25 847	5 139	13 357	23 105
Nákladové úroky - leasing	25 145	37 254	12 442	7 868	9 265

Vylúčenie mimoriadnych položiek

Ďalej bolo potreba upraviť pôvodný výsledok hospodárenia o mimoriadne náklady a výnosy, ktoré sa vo svojej výške nebudú v budúcnosti opakovať V rámci spoločnosti XY, a.s. sa jedná o výsledok hospodárenia z predaja dlhodobého hmotného majetku (rozdiel medzi tržbami z DHM a zostatkovej ceny DHM). Okrem toho spoločnosť v rokoch 2008 a 2009 výrazne prepúšťala zamestnancov a vyplácala im odstupné. V roku 2011 vyplatila spoločnosť zamestnanecké odmeny (5 ročné, 10 ročné, 15 ročné) v závislosti od dĺžky pracovného vzťahu zamestnanca vo firme. Tieto mimoriadne osobné náklady zachytáva tabuľka pod textom.

Tabuľka 21 *Vývoj mimoriadnych položiek N a V* (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
VH - predaj dlhodobého majetku	76 114	11 584	-659	40 295	3 920
Osobné náklady	0	24560	28390	0	63210

Vplyv zmien vlastného kapitálu

Pri výpočte NOPAT je nutné započítať vplyv zmien vlastného kapitálu, ktoré sa prejavili pri výpočte NOA. Týmto zmenami sú najčastejšie vplyv aktivácie (opravných položiek, tichých rezerv alebo vylúčenia neoperatívnych aktív pokiaľ ovplyvnili VH). V prípade podniku XY takéto zmeny nenastali.

Úprava dane

NOPAT predstavuje čistý operatívny zisk, úlohou je teda zistiť tzv. upravenú daň, ktorá bola platená z operatívneho zisku. Pri výpočte daňovej povinnosti som vychádzal z rozdielu medzi pôvodným výsledkom hospodárenia z bežnej činnosti a výsledkom hospodárenia po vykonaných úpravách. Taktiež som vychádzal zo stanovenej daňovej sadzby pre dané roky (19 % celé sledované obdobie), ktorú som uplatnil na rozdiel výsledkov hospodárenia. V prípade záporného výsledku hospodárenia po úpravách nebolo nutné daň počítať.

Tabuľka 22 Vymedzenie NOPAT v spoločnosti XY, a.s. (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
Pôvodný VH z bežnej činnosti	30 771	162 451	13 195	17 203	22 339
VH z bežnej činnosti po úpravách	53 670	242 358	31 435	-1 867	113 999
Rozdiel (VH pôvodný - VH po úpravách)	22 899	79 907	18 240	-19 070	91 660
Pôvodná daň	10 754	21 742	4 796	5 856	7 185
Dodatočne vypočítaná daň (19 %)	4 350	15 182	3 465	0	17 415
NOPAT	38 566	205 434	23 174	-7 723	89 399

Po uskutočnených zmenách na aktívnej strane rozvahy je potrebné upraviť aj jej pasívnu časť. Zmeny nastali v dôsledku vylúčenie neúročeného cudzieho kapitálu. V priloženej tabuľke je evidovaná aj nová položka s názvom ekvivalenty vlastného kapitálu, ktorá ma za úlohu vyrovnávať súlad s hodnotou NOA:

Tabuľka 23 Vymedzenie kapitálu (vlastné spracovanie)

v EUR	2007	2008	2009	2010	2011
Vlastný imanie	3 008 429	3 143 026	3 148 142	3 156 233	3 176 788
Základné imanie	2119631	2119631	2 119 631	2 120 019	2 120 019
Kapitálové fondy	-44 645	-44 645	-44 630	-44 630	-44 630
Rezervné fondy	551 987	551 987	551 987	551 599	551 599
VH min. rokov	390 261	406 785	544 200	552 600	563 947
VH bež. obdobia	20 010	140 709	8 400	11 346	15 154
Ekvivalenty VK	-28 815	-31 441	-31 446	-34 701	-29 301
Cudzie zdroje	1 145 256	355 972	175 255	571 992	520 897
Leasing	330810	195047	33897	132619	177060
Bankové úvery	814 446	160 925	141 358	439 373	343 837
Kapitál celkom	4 153 685	3 498 998	3 323 397	3 728 225	3 697 685

8.3 Výpočet WACC

Nasledujúca časť práce bude venovaná výpočtu vážených priemerných nákladov na kapitál. Tieto náklady sú tvorené dvoma časťami a to nákladmi na cudzí kapitál a nákladmi na vlastný kapitál.

8.3.1 Náklady na cudzí kapitál

Existuje niekoľko možností ako stanoviť náklady na cudzí kapitál. V práci som využil dva spôsoby. Prvou a najpresnejšou možnosťou ako stanoviť náklady bankového úveru, je na základe informácií získaných z úverových zmlúv.

Spoločnosť XY a.s. využíva pre vykrytie potrieb na svoju činnosť dva až tri kontokorentné účty a finančný leasing. Úroky z bankových kontokorentných účtov a finančných leasingov sú dané zmluvne. Z údajov, ktoré mi boli spoločnosťou XY a.s. poskytnuté bola pre výpočet použitá priemerná nominálna sadzba z týchto úverov .

Bankové úvery

Tabuľka 24 *Náklady na bankový úver 1. spôsob* (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
Priemerná úroková sadzba úveru	7,90%	5,30%	3,40%	4,60%	5,90%
Náklady na úver	6,39%	4,29%	2,75%	3,72%	4,78%

Pre porovnanie s prvým variantom som stanovil náklady na bankový úver pomocou alternatívneho spôsobu založeného na tržných dátach. Bezrizikóvu úrokovú mieru som stanovil na základe výnosnosti štátnych dlhopisov uvedených na stránkach OECD (© 2012). Rizikóvu prirážku som vypočítal prostredníctvom ukazovateľa úrokového krytia. Podľa výšky tohto ukazovateľa som stanovil rating spoločnosti a rizikóvu prirážku. Vychádzal som na základe údajov uvedených na internetových stránkach Damodoran Online (© 2013). Ako máme možnosť v tabuľke číslo 26 vidieť tieto dáta sa značne odlišujú od reality. Pre ďalší výpočet budem preto používať hodnoty z tabuľky číslo 25.

Tabuľka 25 *Náklady na bankový úver 2. spôsob* (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
Bezrizikóva úroková miera	4,49%	4,72%	4,70%	3,87%	4,41%
EBIT/Nákladové úroky	1,42	3,58	1,76	1,81	1,7
Rating	B-	A-	B+	B+	B
Rizikóva prirážka	8,50%	3%	6%	6%	7,25%
Odhadnutá úroková sazba bank. úveru	12,99%	7,72%	10,70%	9,87%	11,66%

Stanovenie nákladov na bankový úver podľa druhej varianty je určené najmä pre externých analytikov, ktorí nemajú prístup k interným informáciám spoločnosti.

Leasing

Pre určenie nákladov na leasing som vychádzal zo vzťahu:

$$C = \sum_{t=1}^n \frac{LP_t}{(1+i)^t} + \frac{ZC}{(1+i)^n} \quad (23)$$

Tak ako aj v prípade výpočtu nákladov z bankových úverov je treba pri výpočte nákladov na leasing vziať v úvahu vplyv daňového štítu.

Tabuľka 26 *Náklady na leasing* (vlastné spracovanie)

v %	2007	2008	2009	2010	2011
Odhad úrokovej sadzby leasingu	7,21%	10,78%	7,81%	8,90%	6,53%
Náklady na leasing	5,84%	8,73%	6,32%	7,20%	5,28%

Teraz mám k dispozícii všetky potrebné veličiny pre výpočet priemerných vážených nákladov na cudzí kapitál. Z uvedenej tabuľky je zrejmé, že podnik bol v sledovanom období finančne stabilný a pracoval s približne 5 % nákladmi dlhu, čo je dané najmä faktom, že podnik k svojmu financovaniu používa prevažne vlastné zdroje.

Tabuľka 27 *Priemerné náklady dlhu spoločnosti XY, a.s.* (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
Bankové úvery	814 446	160 925	141 358	439 373	343 837
Leasing	330 810	195 047	33 897	132 619	177 060
Náklady na bank. úvery	6,39%	4,29%	2,75%	3,72%	4,78%
Náklady na fin. leasing	5,84%	8,73%	6,32%	7,20%	5,28%
Priemerná náklady dlhu N_{CK}	6,23%	6,73%	3,46%	4,56%	4,95%

8.3.2 Náklady na vlastný kapitál

Ku stanoveniu nákladov na vlastný kapitál môžem využiť niekoľko metód výpočtu. Ja som tieto náklady prepočítal na základe modelu CAMP, stavebnicového modelu a odvedením nákladov na vlastný kapitál z nákladov na kapitál cudzí.

Model CAMP

Pre výpočet nákladov na vlastný kapitál podľa tejto metódy som vychádzal zo vzťahu

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) \quad (24)$$

Vzhľadom na skutočnosť, že spoločnosť nie je verejne obchodovaná tak pri výpočte metódy CAMP boli použité náhradné odhady β . Pre získanie údajov o rizikovej prémii a β bol použitý odhad podľa Damodorana (© 2013). Pri určení nezadlženej β som vychádzal z odvetvia strojárstva a pri rizikovej prirážke som použil údaje pre SR. Bezrizikovú úrokovú mieru som využil opäť na základe výnosnosti 10 ročných štátnych dlhopisov.

Pre výpočet zadlženej β som vychádzal zo vzťahu, ktorý zohľadňuje vplyv kapitálovej štruktúry.

$$\beta_Z = \beta_N * (1 + (1 - t) * \frac{CK}{VK}) \quad (25)$$

Kde:

β_Z – Beta vlastného kapitálu u zadlženého podniku

β_N – Beta vlastného kapitálu pri nulovom zadlžení

Výpočet nákladov na vlastný kapitál na základe metódy CAMP zobrazuje tabuľka číslo 29.

Tabuľka 28 *Výpočet nákladov vlastného kapitálu – CAMP* (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
rf	4,49%	4,72%	4,70%	3,87%	4,41%
β - nezadlžená	1	0,97	0,96	0,99	1,04
β - zadlžená	1,64	1,41	1,29	1,47	1,57
Riziková prémie	5,84%	7,10%	5,85%	6,28%	7,28%
re	14,07%	14,73%	12,25%	13,10%	15,84%

Stavebnicový model

V tabuľke číslo 30 pod textom sú uvedené náklady na vlastný kapitál na základe stavebnicového modelu, ktorý využíva MPO ČR (© 2005):

Tento model sa počíta na základe bezrizikovej úrokovej miery a prirážok za finančnú stabilitu podniku, za podnikateľské riziko, nedostatočnú likvidnosť a za riziko plynúce z kapitálovej štruktúry. Jeho s

Tabuľka 29 Výpočet nákladov na VK – stavebnicový model (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
r_f	4,49%	4,72%	4,70%	3,87%	4,41%
r_{La}	4,90%	5%	5%	5%	5%
$r_{podnikatelské}$	2,13%	2,10%	2,48%	2,37%	2,50%
$r_{finStab}$	0	0	0	0	0
$r_{finstru}$	4,10%	2,34%	0,89%	1,76%	1,71%
r_e	15,62%	14,16%	13,07%	13,00%	13,62%

Odvodenie z nákladov na vlastný kapitál z nákladov na cudzí kapitál

Pri tomto spôsobe výpočtu nákladov na vlastný kapitál vychádzame z poznatku, že tieto náklady sú vyššie ako náklady na cudzí kapitál a je ich možno stanoviť ako súčet **náklady na cudzí kapitál + riziková prirážka**. Použitie tejto metódy vychádza z teórie, že náklady na vlastný kapitál sú väčšie ako náklady na cudzí kapitál. Náklady na vlastný kapitál sa vďaka tejto metóde potom vyvíjajú priamo súmerne s nákladmi na cudzí kapitál. Pre počítanie v diplomovej práci som si zvolil rizikovú prirážku vo výške 2,5%. Konkrétne hodnoty zobrazuje tabuľka číslo 31.

Tabuľka 30 Odvodenie nákladov na VK z nákladov na CK (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
Úroková sadzba BÚ	7,90%	5,30%	3,40%	4,60%	5,90%
Riziková prirážka	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
r_e - náklady na VK	10,40%	7,80%	5,90%	7,10%	8,40%

Ako som spomínal vyššie existuje niekoľko možností a metód, ktorá sa dajú využiť na výpočet nákladov na vlastný kapitál. V tabuľke pod textom sú prehľadne zoradené náklady na vlastný kapitál podľa použitých metód, posledný stĺpec obsahuje pridelenú váhu danej metóde a posledný riadok zobrazuje vypočítanú priemernú hodnotu nákladov vlastného kapitálu.

Tabuľka 31 *Priemerné náklady na vlastný kapitál* (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011	Váha
CAMP	14,07%	14,73%	12,25%	13,10%	15,84%	3
Stavebnicový model	15,62%	14,16%	13,07%	13,00%	13,62%	1
Odobodenie z nákladov CK	10,40%	7,80%	5,90%	7,10%	8,40%	2
Priemerné náklady vlastného kapitálu	13,11%	12,33%	10,27%	11,08%	12,99%	

8.3.3 Priemerné náklady kapitálu

Teraz po získaní nákladov na cudzí a vlastný kapitál mám všetky potrebné údaje na výpočet priemerných nákladov kapitálu. Pre určenie nákladov na vlastný kapitál budem vychádzať z položky priemerných nákladov vlastného kapitálu vypočítaných v tabuľke číslo 33.

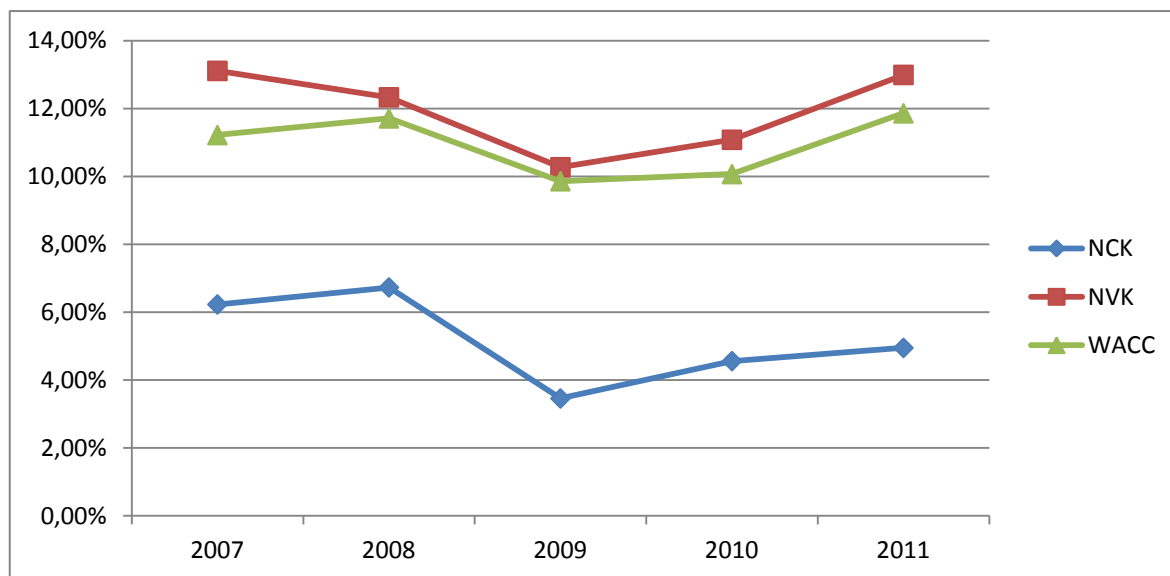
Tabuľka 32 *Výpočet priemerných nákladov kapitálu* (vlastné spracovanie)

	2007	2008	2009	2010	2011
N_{CK}	6,23%	6,73%	3,46%	4,56%	4,95%
N_{VK}	13,11%	12,33%	10,27%	11,08%	12,99%
CK/C	27,50%	11,00%	6,00%	15,50%	14,00%
VK/C	72,50%	89,00%	94,00%	84,50%	86,00%
WACC	11,22%	11,71%	9,86%	10,07%	11,86%

Z tabuľky je zrejmé, WACC majú počas celého sledovaného obdobia rastúcu tendenciu s výnimkou roku 2009, kde úroveň vlastného kapitálu na celkovom kapitály dosiahla hodnotu 94 % a náklady na tento kapitál dosiahli minimálnu hodnotu zo sledovaných rokov na úrovni 10,27 %. Tento trend môžeme hodnotiť negatívne, keďže spoločnosť uprednostňuje na svoje financovanie drahší vlastný kapitál.

Priemerné náklady kapitálu kopírujú trend nákladov na vlastný kapitál. Tento jav je spôsobený najmä faktom, že spoločnosť využíva vlastný kapitál v rozmedzí 85 % a viac. Náklady cudzieho kapitálu sú pomerne nízke a oscilujú počas celej doby na úrovni 5-6%.

Vývoj všetkých nákladov v spoločnosti XY, a.s. zachytáva obrázok číslo 6.



Obrázok 6 Vývoj nákladov spoločnosti XY, a.s. (vlastné spracovanie)

8.4 Výpočet EVA

V tejto sekcii práce vypočítam výšku ukazovateľa EVA podľa ekonomického modelu a na porovnanie aj podľa modelu účtovného. Pre výpočet ekonomického modelu som využil vzorec $EVA = NOPAT - WACC * C$.

Tabuľka 33 Výpočet EVA spoločnosti XY, a.s. (vlastné spracovanie)

v EUR	2007	2008	2009	2010	2011
NOA	4 153 685	3 498 998	3 323 397	3 728 225	3 697 685
NOPAT	38 566	205 434	23 174	-7 723	89 399
WACC	11,22%	11,71%	9,86%	10,07%	11,86%
EVA	-427 477	-204 299	-304 513	-383 155	-349 146

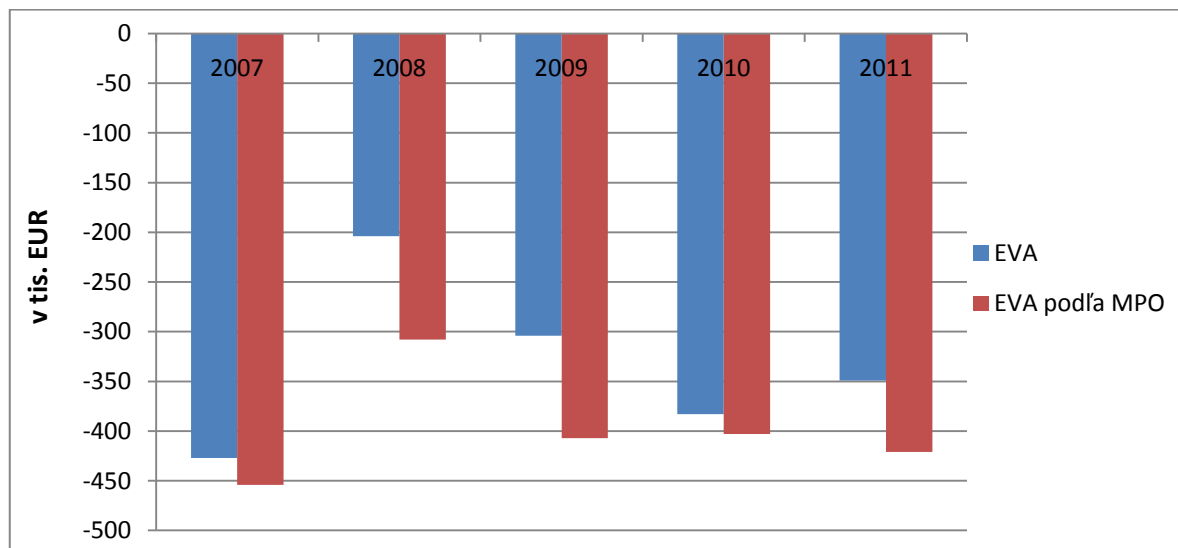
Z tabuľky je zrejmé, že podnik v celom sledovanom období piatich rokov nedosahoval podľa ukazovateľa ekonomická pridaná hodnota kladných hodnôt. Analyzovaná spoločnosť teda netvorí teda žiadnu pridanú hodnotu pre vlastníkov, naopak svojou činnosťou ju znižuje. Jedným z hlavných dôvodov tohto stavu je, že rentabilita čistých operatívnych aktív je podstatne nižšia ako sú priemerné vážené náklady. Najvýraznejší rozdiel medzi týmito ukazovateľmi je v roku 2007 a 2009 kedy bolo rentabilita takmer nulová. (2007 – 0,93% a 2009 - -0,21%).

Slovenské Ministerstvo hospodárstva neudáva žiadny oficiálny model na základe, ktorého vypočítava EVA preto som sa rozhodol využiť účtovný model, ktorý využíva využíva Ministerstvo priemyslu a obchodu ČR na porovnanie s modelom ekonomickým. Tento model, je možné využiť keďže podnikateľské prostredie je veľmi podobné. Tento model uvádza vzťah $EVA = \check{C}Z - r_e * VK$. Hodnota nákladov na vlastný kapitál vychádza zo stavebnicového modelu a model počíta s neupravenými účtovnými dátami.

Tabuľka 34 EVA podľa účtovného modelu MPO ČR (vlastné spracovanie)

v EUR	2007	2008	2009	2010	2011
Náklady VK	15,62%	14,16%	13,07%	13,00%	13,62%
Čistý zisk	20 017	140 709	8 399	11 347	15 154
Vlastný kapitál	3 037 244	3 174 467	3 179 588	3 190 934	3 206 089
EVA	-454 401	-308 796	-407 173	-403 474	-421 515

Pridaná hodnota pre vlastníkov mi podľa tohto modelu opäť vyšla v záporných číslach a s ešte vyššou hodnotou ako hodnoty pri metóde ekonomickej. Znova nemôžem konštatovať, že pridaná hodnota vykazuje počas sledovaného obdobia určitý trend vývoja.



Obrázok 7 Porovnanie hodnôt EVA (vlastné spracovanie)

Porovnanie výsledkov oboch metód výpočtu pridanej hodnoty je zobrazené v obrázku číslo 7. Z hodnôt na obrázku je zrejmé, že ekonomickej model dosahoval vždy vyššie hodnoty ako účtovný a pre podnik má vyššiu vypovedaciu hodnotu, keďže berie v úvahu okrem účtovných dát aj ekonomickej informácie podniku.

8.5 Identifikácia generátorov hodnoty

V nasledujúcej časti vykonám pyramídálny rozklad EVA a vypracujem citlivosťnú analýzu.

8.5.1 Pyramídálny rozklad

Generátory hodnôt môžeme vyjadriť pomocou finančných ukazovateľov. Pre zachytenie väzieb medzi jednotlivými čiastkovými ukazovateľmi a k určeniu ich vzťahu k vrcholovému ukazovateľu využijem tzv. pyramídálny rozklad. Budem pracovať s rokmi 2010 a 2011, ktoré najviac odpovedajú momentálnej situácii podniku a v ktorých došlo k nárastu ekonomickej pridanej hodnoty. Cieľom tejto kapitoly je teda zistiť faktory, ktoré generujú hodnotu a mali pozitívny vplyv na tomto vývoji. Pri každom ukazovateli uvediem hodnoty a vplyv ich zmeny na celkovom ukazovateli EVA.

Rozklad začínam u vrcholového ukazovateľa EVA, kde v oboch rokoch spoločnosť dosiahla zápornej hodnoty pre svojich vlastníkov. Mojm cieľom je zistiť čo viedlo k medziročnému zvýšeniu a zlepšeniu hodnoty EVA. Základnými prvkami pôsobiacimi na tvorbu EVA sú investovaný kapitál a tzv. spread (RONA – WACC). V prípade spoločnosti XY, a.s. sa investovaný kapitál nepatrne znížil spread naopak mierne stúpol a tým pádom oba faktory priniesli pozitívny vplyv na tvorbu hodnoty. Rentabilitou vlastného kapitálu, ktorá sa medziročne zvýšila o 2,61 % mala väčší pozitívny vplyv na spread ako priemerné vážené náklady, ktoré sa zvýšili o 1,79 % a mali negatívny vplyv.

Priemerné vážené náklady na kapitál negatívne ovplyvnilo zvýšenie nákladov aj na vlastný aj na cudzí kapitál. Pomer vlastného a cudzieho kapitálu sa nepatrne zmenil a to mala slabý pozitívny vplyv na WACC keďže náklady na cudzí kapitál stoja spoločnosť menej ako náklady na vlastný kapitál.

Základnými prvkami, ktoré ovplyvňujú rentabilitu investovaného kapitálu, sú zisková marža (NOPAT/Tržby) a obratovosť investovaného kapitálu (Tržby/C). Oba dva ukazovatele sa zvýšili a tým súhrne prispeli k tvorbe EVA. K zvýšeniu ziskovej marže viedol najmä pokles osobných nákladov a odpisov na celkových tržbách spoločnosti a naopak negatívny vplyv malo zníženie pridanej hodnoty a rozdielu ostatných výnosov a nákladov na celkových tržbách. Ukazovateľ obratkovosti aktív je závislý na výške dosiahnutých tržieb a veľkosti investovaného kapitálu. Výrazný nárast tržieb takmer 40 % mal kladný vplyv na EVA a taktiež aj mierny pokles investovaného kapitálu.

EVA		=	EVA	
-383 155	-349146		rok 2010	rok 2011
(+) (+)			prírastok EVA	
RONA - WACC		*	C (NOA)	
-10,28%	-9,44%		3 728 225	3 697 685
(+) (+)			(+) (+)	
RONA		-	WACC	
-0,21%	2,41%		10,07%	11,86%
(+) (+)			(+) (-)	
			VK / C	*
			0,845	0,86
			(+) (+)	
			N_{VK}	
			11,08%	12,99%
			(+) (-)	
			CK / C	*
			0,155	0,14
			(+) (+)	
			N_{CK}	
			4,56%	4,95%
			(+) (-)	
NOPAT / Tržby		*	Tržby / C	
-0,17%	1,45%		1,19	1,66
(+) (+)			(+) (+)	
			Tržby	/
			4 452 755	6 158 306
			(+) (+)	
			C (NOA)	
			3 728 225	3 697 685
			(+) (+)	
			T za predaj zboží	+
			21 007	25 590
			(+) (+)	
			T za vl. výr. a sl.	+
			4 431 748	6 132 716
			(+) (+)	
			ČPK	+
			846 800	609 569
			(+) (+)	
			Dl. majetok	+
			2 881 425	3 088 116
			(+) (-)	
			Čas. rozlíšenie	+
			42 725	37 109
			(+) (+)	
			DHM	+
			58 412	68 020
			(+) (-)	
			DNM	+
			712 345	909 428
			(+) (-)	
			DFM	+
			2 110 668	2 110 668
			(+) (+)	
			Zásoby	+
			707 514	676 101
			(+) (+)	
			Pohľadávky	+
			1 407 990	1 362 765
			(+) (+)	
			Krátk. FM	-
			15 189	21943
			(+) (-)	
			Krátkodobý CK	+
			1 326 618	1488 349
			(+) (+)	
PH / T		-	Osobní Ná. / T	
38%	37,77%		33%	32%
(+) (-)			(+) (+)	
			Odpisy / T	+
			5,3%	3,4%
			(+) (+)	
			Ost.Výn-ost.Nák / T	+
			0,13%	-0,92%
			(+) (-)	

Obrázok 8 Pyramidálny rozklad (vlastné spracovanie)

Ako poslednú časť zhodnotím položky investovaného kapitálu, ktorého zníženie o približne 30 tisíc eur prispelo pozitívne k tvorbe hodnoty EVA. Na celkovú výšku investovaného kapitálu mali pozitívny vplyv zmeny, ktoré nastali v hodnotách: čistého pracovného kapitálu (z 846 tis. eur na 609 tis. eur.) a časového rozlíšenia. Na ČPK malo pozitívny vplyv najmä zníženie zásob a pohľadávok ako aj zvýšenie neúročeného cudzieho kapitálu.

Negativny vplyv malo zvýšenie dlhodobého majetku, kde sa spoločnosti zvýšil podstatne dlhodobý nehmotný majetok (až 28%). V celkovom súčte týchto vplyvov na investovaný kapitál prevážila hodnota ČPK a časového rozlíšenia na dlhodobým majetkom.

8.5.2 Citlivostná analýza

Účelom citlivostnej analýzy je zistenie citlivosti EVA na zmeny faktorov, ktoré toto kritérium ovplyvňujú. Faktory, ktorých odchýlka s veľkosťou 10 % od predpokladanej hodnoty vyvolávajú iba nepatrnú zmenu EVA, sa považujú za málo dôležité tj. citlivosť EVA na zmeny týchto faktorov je nízka.

Naopak významné budú faktory, ktorých 10% odchýlky vyvolajú značné zmeny v hodnotách EVA. Analyzované sú všetky podstatnejšie faktory, ktoré boli identifikované v pyramidálnom rozklade v kapitole 8.5.1. Za úlohu som si stanovil zistiť zmenu hodnoty EVA pri zmenách vstupných faktorov o 10 % v roku 2011.

Z tabuľky číslo 36 je zrejmé, že hodnota EVA je najviac citlivá na zmenu pomeru pridanej hodnoty na tržbách, kde zmena EVA je o 231 tisíc EUR vyššia ako predtým. Druhým podstatným faktorom, na ktorý je hodnota EVA citlivá je podiel osobných nákladov na celkových tržbách spoločnosti. Zmena EVA je -196 tisíc EUR.

Medzi ostatné menej významné faktory som zaradil zmenu nákladov na vlastný kapitál, podiel vlastného kapitálu k úplatným zdrojom, vážené priemerné náklady ale taktiež celkovú výšku čistých operatívnych aktív.

Tabuľka 35 Citlivostná analýza spoločnosti XY, a.s. (vlastné spracovanie)

Ukazovateľ	Původná hodnota	Změna hodnoty o 10 %	Původná EVA	Nová EVA	Zmena EVA
DHM	68 020	74 822	-349 146	-350 056	-910
DNM	909 428	1 000 371	-349 146	-360 035	-10 889
Zásoby	676 101	743 711	-349 146	-357 268	-8 122
Pohľadávky	1 362 765	1 499 042	-349 146	-365 412	-16 266
Krátkodobý fin. majetok	21 943	24 137	-349 146	-349 512	-366
Časové rozlíšenie	37 109	40 820	-349 146	-349 584	-438
Krátkodobé cudzí kapitál	1 488 349	1 637 184	-349 146	-331 598	17 548
Pridaná hodnota/Tržby	37,77%	41,55%	-349 146	-118 133	231 013
Osobné náklady/Tržby	32%	35,20%	-349 146	-545 963	-196 817
Odpisy/Tržby	3,40%	3,74%	-349 146	-369 798	-20 652
NOPAT/Tržby	1,45%	1,60%	-349 146	-340 351	8 795
Nvk	12,99%	14,29%	-349 146	-390 934	-41 788
Nck	4,95%	5,45%	-349 146	-352 182	-3 036
VK/Úplatné zdroje	86%	94,60%	-349 146	-375 161	-26 015
WACC	11,86%	13,05%	-349 146	-393 434	-44 288
NOA	3 697 685	4067453,5	-349 146	-383 967	-34 821
RONA	2,41%	2,65%	-349 146	-340 556	8 590

Citlivostná analýza je užitočný nástroj, ktorý pomáha určiť v podniku najvýznamnejšie faktory ovplyvňujúce EVA. Na druhej strane sa však vyskytujú obmedzenia tejto metódy. Jedná sa najmä o fakt, že v praxi zmena jedného faktoru vyvolá často zmenu iného faktoru, ktorý už ale citlivostná analýza nerešpektuje.

8.6 Zhodnotenie výkonnosti podľa modelu EVA

Výsledky ekonomickej pridanej hodnoty EVA nie sú pre spoločnosť priaznivé. Počas celého sledovaného obdobia neprináša spoločnosť žiadnu hodnotu vlastníkom. Vývoj hodnoty EVA ale aj iných ukazovateľ neukazuje žiadny trend. V poslednom sledovanom roku dosiahla spoločnosť XY, a.s. prírastok EVA (približne 35 tisíc EUR).

Z výpočtu EVA a identifikácie faktorov ovplyvňujúcich EVA vyplýva, že pokiaľ chce firma zvýšiť svoju výkonnosť tak je potrebné:

- **Zvýšiť ziskovú maržu** pretože ako ukázal pyramidálny rozklad a citlivostná analýza, tak táto položka predstavuje jeden z kľúčových faktorov. Pre zvýšenie ziskovej marže je potrebné zvýšenie položiek:
 - **Pridaná hodnota na tržbách** – v rozbere citlivostnej analýzy sa ukázalo, že táto položka ma najväčší pozitívny dopad na zmenu EVA. Spoločnosť by sa mala snažiť získavať a prijímať vysoko ziskové zákazky.
 - **Osobné náklady na tržbách** – ideálnym riešením pomeru osobných nákladov na tržbách je zvýšenie produktivity práce v spoločnosti pri rovnakej výške osobných nákladov. V spoločnosti sa od roku 2009 zaviedol trend kedy sa do pracovného pomeru príjma menší počet kvalitných zamestnancov s vyššou kvalifikáciou.
 - **Zvýšenie tržieb** – zvýšiť celkový predaj, prostredníctvom marketingového mixu a hlavne vytvárania nových odberateľských sietí a prehĺbovania spolupráce so stávajúcimi odberateľmi. Samozrejme uskutočnenie týchto krokov nesie aj nemalé náklady.
- **Efektívnejšie využívať majetok** – podnik by sa mal zamerať na zníženie a riadenie čistých operatívnych aktív, odpredaním časti nepotrebného majetku, ktorý nevytvára pridanú hodnotu a dostatočné tržby. V spoločnosti XY, a.s. sa jedná najmä o nadbytočné zásoby, ktorých predajnosť je veľmi nízka. Taktiež by sa mala naďalej snažiť znižovať dobu obratu pohľadávok a ich včasnejšie zaplatenie. Pri posudzovaní budúcich investícií je potrebné sa rozhodovať pre tie investície, ktoré budú dosahovať čistú súčasnú hodnotu v kladných číslach.
- **Optimalizovať finančnú štruktúru** – spoločnosť by mala zvýšiť podiel cudzieho úročeného kapitálu, ktorého náklady sú pre spoločnosť nižšie ako náklady na vlastný kapitál a tým pádom zvýšiť pôsobenie finančnej páky.

9 NÁVRH IMPLEMENTÁCIE KONCEPTU EVA

Na základe výsledkov predchádzajúcich analýz, zhodnotení výkonnosti podniku pomocou ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty a identifikácie generátorov hodnoty prejdem v tejto časti diplomovej práce k návrhu implementácie EVA do podnikového riadenia spoločnosti XY a.s.

Spoločnosť XY, a.s. využíva momentálne pre hodnotenie svojej výkonnosti najmä tradičné ukazovatele. Jedná sa o ukazovatele cash flow, operatívneho zisku pred zdanením, obrátovosti jednotlivých zložiek majetku a taktiež ukazovatele spojené s mzdovými nákladmi. Podnik XY, a.s. prejavil záujem o implementáciu konceptu EVA, ktorý prepojí všetky podnikové činnosti a ich účastníkov a zároveň vytvorí možnosť identifikovať faktory výkonnosti podniku.

Implementácia konceptu EVA musí zohľadňovať vlastnosti a charakteristiky spoločnosti, ako sú napríklad veľkosť podniku, počet zamestnancov, organizačnú štruktúru, management spoločnosti. Preto je pri návrhu potrebné vychádzať a upraviť projekt podľa týchto špecifických vlastností. Pre plán implementácie budem vychádzať z poznatkov v teoretickej časti práce, kde som uviedol jednotlivé fázy implementácie tzv. 6 M doplnené o jednotlivé kroky, ktoré sa v daných fázach majú vykonať. Pretože posledné dve fázy 6 M implementácie EVA vyžadujú pre ich uskutočnenie už zavedený koncept EVA v podnikovom riadení tak tieto dve fázy v tomto štádiu nebudem spracovávať.

9.1 Rozhodnutie o zavedení konceptu EVA

Proces implementácie ekonomickej pridanej hodnoty podniku musí začať rozhodnutím o zavedení tohto konceptu do riadenia podniku na najvyššej úrovni podnikového riadenia čiže medzi vedením spoločnosti a vlastníkami podniku. Je nutné aby bolo vedenie podniku oboznámené s celou koncepciou ukazovateľa a jeho prínosmi pre podnik. Bez presvedčenia najvyšších predstaviteľov spoločnosti o efektívnosti a prínose používania EVA ako hlavného finančného merítka výkonnosti podniku nemôžeme koncept zaviesť.

9.2 Zostavenie implementačnej skupiny

Po rozhodnutí spoločnosti o zavedení konceptu EVA je ďalším podstatným krokom vytvorenie skupiny, ktorá bude daný koncept implementovať.

Podľa môjho návrhu by sa mala táto skupina skladať z generálneho riaditeľa, finančného riaditeľa, obchodno-technického riaditeľa, výrobného riaditeľa a pracovníka ekonomického a personálneho oddelenia. Členovia tejto skupiny by mali následne zvoliť vedúceho skupiny a projektu. Následne musí byť celá skupina odborne vyškolená a oboznámená s konceptom EVA aby mali dostatočné znalosti o tomto koncepte a prínosoch pre podnik. Spoločnosti by som odporúčal aby do projektovej skupiny zaradila aj externú osobu, ktorá už má reálne skúsenosti zo zavádzaním konceptu EVA

9.3 Strategické rozhodnutia o programe EVA

Po vytvorení projektového tímu je nutné aby členovia rozhodli o spôsobe implementácie ekonomickej pridanej hodnoty. Ich úlohou bude analyzovať súčasný stav a pozíciu podniku, v ktorom sa podnik nachádza a rozhodnúť o spôsobe merania EVA, o úprave účtovných výkazov, o motivačnom a školiacom systéme v spoločnosti.

9.3.1 Measurement

Prvou fázou implementácie je návrh spôsobov a postupov merania. Je potrebné rozhodnúť na základe, ktorého modelu účtovného alebo ekonomického bude EVA meraná. Navrhujem vychádzať z ekonomického modelu, ktorý poskytuje presnejšie informácie pre podnikové riadenie no zároveň je obťažnejší na výpočet pretože vychádza z upravených účtovných dát.

Analýza súčasnej situácie podniku

Ďalším krokom je analýza súčasnej situácie podniku na základe finančnej analýzy a v prípade rozhodnutia aj analýz vnútorného a vonkajšieho prostredia podniku. Spoločnosť XY, a.s. môže vychádzať z analýz, ktoré boli prevedené v tejto práci v kapitolách 6. a 7. kde boli využité SWOT analýza a Porterov model 5. síl a finančná analýza. Analýzy vonkajšieho a vnútorného prostredia by mal vypracovávať obchodný riaditeľ minimálne raz do roka. Analýzu finančnej situácie spadá do kompetencie finančného riaditeľa a mala by byť tvorená minimálne raz za štvrt' roka. Ako som už v práci spomínal spoločnosť XY, a.s. momentálne hodnotí výkonnosť podniku na základe časti tradičných ukazovateľov, ktoré sú vyhotovované raz mesačne a raz ročne vyhotovuje kompletnú finančnú analýzu. Navrhoval by som doplnenie týchto využívaných ukazovateľov najmä o hlavné ukazovatele zadlženosti, likvidity a rentability, ktoré by boli vyhodnocované taktiež na mesačnej báze.

Vytváranie týchto analýz by sa malo rozdeliť medzi finančného riaditeľa a pracovníka ekonomického oddelenia.

Stanovenie postupu merania hodnoty

Po zanalyzovaní súčasnej situácie podniku prichádza najdôležitejšia časť fáze Measurementu a to stanovenie postupu merania hodnoty. Minimálny počet úprav je 5 až 6 zásahov do úpravy účtovných výkazov. Čím väčší je počet využitých úprav tým presnejšou sa stáva výsledná hodnota EVA, zároveň však treba brať v úvahu, že výpočet sa každou ďalšou pridanou úpravou bude sťažovať. Vybrané úpravy by mala spoločnosť ponechať nemenné najmenej po dobu troch rokov. Odporúčam spoločnosti vychádzať z ekonomického modelu EVA, ktorý bol predstavený v 8. kapitole tejto diplomovej práce.

Pri stanovení čistých operatívnych aktív odporúčam využiť takzvaný majetkový prístup, ktorý vychádza z aktív a nasledujúcich úprav:

- Odpočítať aktíva, ktoré nesúvisia s hlavnou podnikovou činnosťou (vylúčiť dlhodobý finančný majetok, ktorý má portfóliový charakter, vylučovať nepredajné zásoby, v prípade nedobytných pohľadávok po splatnosti znížiť výšku NOA o ich hodnotu a započítavať do NOA výšku krátkodobého finančného majetku iba do hodnoty 0,4 hotovostnej likvidity spoločnosti)
- Odpočítať neúročené cudzie zdroje podniku (znížiť čisté operatívne aktíva o výšku neúročených krátkodobých a dlhodobých záväzkov, rezerv a časového rozlíšenia)
- Pripočítať aktíva, ktoré nie sú uvedené v rozvahe (v prípade evidovania nákladov s dlhodobými účinkami, goodwillu, alebo oceňovacích rozdielov)

V rámci úprav výsledku hospodárenia by mala spoločnosť vychádzať z výsledku hospodárenia z bežnej činnosti, ktorý bude upravený o položky:

- Pripočítaním platených úrokov (pripočítať platené úroky z bankových úverov a nákladové úroky leasingu)
- Odpočítať mimoriadne položky výnosov a nákladov (v prípade Spoločnosti XY, a.s. sa jedná o výsledok hospodárenia z predaja dlhodobého hmotného majetku, mimoriadne mzdové náklady ako sú odstupné pre väčší počet zamestnancov, alebo vyplatené odmeny)
- Upraviť výšku dane (na základe vykonaných úprav výsledku hospodárenia, treba dopočítať a upraviť výšku dane)

Ďalšou úlohou projektového tímu je rozhodnúť akým spôsobom sa budú v spoločnosti vypočítavať náklady na investovaný kapitál. Náklady na cudzí kapitál nebude na výpočet pre spoločnosť zložitý, keďže má k dispozícii všetky informácie o výškach úrokových sadzieb z úverových zmlúv a finančného leasingu. Náklady na vlastný kapitál môže spoločnosť vyčíslavať na základe modelu navrhnutého v mojej práci alebo pre zjednodušenie postupu vyčíslovania týchto nákladov môže vychádzať z nákladov na vlastný kapitál vypočítaných pomocou metódy CAMP s náhradnými koeficientmi beta, pretože sa blíži najviac realite.

Úroveň merania EVA

Vzhľadom na organizačnú štruktúru spoločnosti XY, a.s. navrhujem vypočítavať ekonomickú pridanú hodnotu za podnik ako celok, minimálne po dobu troch rokov. Tento spôsob je jednoduchší na výpočet a zohľadňuje aj fakt, že bude trvať určité obdobie kým sa spoločnosť zorientuje v koncepte EVA a z dôvodu zložitosti priradenia spoločných aktív, jednotlivým výrobným strediskám.

Frekvencia merania EVA

Aby mohlo byť podnikové riadenie efektívne je potrebné meranie a vyhodnocovanie EVA v kratších časových úsekoch ako jeden rok. Ideálnym riešením by bol výpočet ekonomickej pridanej hodnoty raz za tri mesiace. U investovaného kapitálu by mala spoločnosť vychádzať pre všetky štvrťroky v hodnote zo stavu z predchádzajúceho účtovného obdobia. U vážených priemerných nákladov môže spoločnosť využívať skutočné štvrťročné priemerné náklady na kapitál.

Identifikácia generátorov hodnoty

Generátory hodnoty odporúčam zisťovať v mesačnej frekvencii na základe pyramidálneho rozkladu a citlivostnej analýzy. Spoločnosť tak bude vidieť hlavné faktory, ktoré pôsobia na tvorbu hodnoty pozitívnym vplyvom alebo naopak negatívnym vplyvom. Jednotlivé generátory hodnoty musia byť priradené tým zamestnancom, ktorý ich svojím konaním môžu ovplyvniť. Zároveň musia byť títo zamestnanci oboznámení s tým, ako postupovať aby sa zvyšoval pozitívny vplyv na tvorbu hodnoty a naopak čomu zabrániť aby sa predišlo zníženiu hodnoty.

9.3.2 Management

Ďalšou fázou v implementácii je vytvorenie politiky, postupov a nástrojov na prepojenie rozhodovacích procesov s meraním tvorby hodnoty.

Vlastníci a vrcholoví manažéri spoločnosti musia stanoviť novú stratégiu, v ktorej primárnym cieľom bude tvorba hodnoty. Tento cieľ by mal byť podporený aj v rámci plánovania, kde by mal podnik začať vytvárať ročné plány ukazovateľa EVA a následne porovnávať skutočne dosiahnuté výsledky s týmito plánov. Stratégia s primárnym cieľom tvorby hodnoty musí byť zavedená do všetkých stupňov riadenia spoločnosti. Riadiaca skupina musí pochopiť koncept ekonomickej pridanej hodnoty a jej prínosy a faktory, ktoré ju ovplyvňujú. Nestačí, aby o konceptu boli informovaní iba členovia managementu a vlastníci ale naopak spoločnosť sa musí snažiť rozšíriť povedomie a tomto koncepte u všetkých zamestnancov. Jednotlivým zamestnancom by sa mali začať stanovovať také ciele, ktoré budú prispievať k rastu hodnoty a zamestnanci tak budú mať možnosť ľahšie pochopiť ako svojou činnosťou ovplyvňujú spoločnosť. Systém odmeňovania na základe týchto cieľov bude bližšie popísaný vo fáze Motivation.

Ako som spomínal v kapitole Measurement tak ekonomická pridaná hodnota by mala byť vykazovaná vo finančných správach raz za štvrt' roka. Štvrťročné reporty by mali obsahovať výpočet EVA, pyramidálny rozklad a tri hlavné faktory, ktoré ovplyvňujú hodnotu EVA. V prípade negatívneho vývoja niektorých z faktorov by mali byť priložené pri správe aj vypracované návrhy na ich nápravu. Ročná finančná správa musí byť obsiahlejšia a musí špecifikovať:

- Stanovenie NOA a komentáre k použitým úpravám
- Stanovenie NOPAT s komentármi k uskutočnením úpravám
- Stanovenie nákladov na vlastný a cudzí kapitál
- Pyramidálny rozklad vrátane identifikácie hlavných faktorov, ktoré pôsobili pozitívne alebo negatívne na tvorbu hodnotu
- Komentáre k hlavným faktorom, ktoré ovplyvňujú hodnotu, vrátane návrhov na zlepšenie ako aj opatrení, prijatých k zlepšeniu
- Stanovenie výšky bonusov na základe výsledkov EVA
- Porovnanie plánovaných hodnôt EVA so skutočnosťou

Vykazovanie týchto správ spadá do kompetencie finančného riaditeľa a jeho asistenta s ekonomického oddelenia. Tieto správy sa budú posielat' celému managementu spoločnos-

ti a vlastníkom no mali by však byť určitým spôsobom prezentované aj samotným zamestnancom. Preto by sa mala vždy k ročnej správe o tvorbe hodnoty vypracovať aj jej zjednodušená verzia, ktorá bude zamestnancom prezentovaná. Správa by mala byť pre zamestnancov prístupná aj v rámci podnikového informačného systému alebo vo fyzickej forme u vedúcich pracovníkov oddelenia. Pracovníci by z nej mali ľahko zistiť či dosiahnutá pridaná hodnota bola kladná alebo záporná a zároveň ako tento výsledok ovplyvní systém odmeňovania pre ďalšie obdobie. Veľmi dôležitým aspektom tejto fázy je taktiež možnosť zamestnancov vyjadriť sa k dosiahnutým výsledkom a poskytnúť tak managementu spätnú väzbu. Ideálnym riešením je vytvorenie pravidelných štvrt'ročných zamestnaneckých porád, kde by sa tieto návrhy mali možnosť prediskutovať priamo s vedením.

9.3.3 Motivation

V tretej fáze implementácie sa vytvára nový plán motivácie zamestnancov prostredníctvom podielu na vytvorenej hodnote. Hlavným cieľom vlastníkov je dosiahnutie zhodnotenia vložených prostriedkov, cez vytvorenie pridanej hodnoty. Ciele zamestnancov a vlastníkov sú odlišné., keďže primárnym cieľom zamestnancov je maximalizácia hodnoty pre nich samotných a nie pre celú spoločnosť. Vďaka novému systému odmeňovania zamestnancov sa dokážu odlišné ciele zamestnancov a vlastníkov zladíť tak aby mali prospech zo zvyšovania ekonomickej hodnoty všetci.

V spoločnosti XY, a.s. by som navrhoval rozčlenenie zamestnancov do troch úrovní, na základe ktorých sa bude rozdeľovať dosiahnutý bonus. Zamestnanci zaradení do prvej úrovne budú vrcholový manažéri spoločnosti. Do druhej úrovne by spadali vedúci pracovníci oddelení a pracovníci s najväčším vplyvom na tvorbu hodnoty a do poslednej tretej úrovne by boli zaradení všetci ostatní pracovníci. Bonus by sa rozrával v pomere 50 % pre prvú skupinu, 30 % pre druhú skupinu a 20 % pre tretiu. Nový systém odmeňovania a výpočtu bonusovej zložky mzdy by mal byť jednoducho zrozumiteľný pre všetkých zamestnancov.

Jedným z krokov vytvorenia plánu motivácie je aj rozhodnutie o frekvencii vyplácania odmien. Táto frekvencia je samozrejme závislá od frekvencie stanovovania EVA vo firme, no ideálnym riešením pri prvotnom zavádzaní by bolo vyplácať odmeny raz za rok.

Ďalším krokom tejto fáze, je výber vhodného modelu výpočtu bonusu EVA, ktorý bude spoločnosť využívať. Spoločnosť má možnosť výberu z týchto bonusových systémov:

- *Pôvodný bonusový systém EVA (verzia X)*
pri použití tohto modelu dochádza k výplate odmien pre manažérov, fixným percentom z vytvorenej hodnoty EVA. Model však nerieši problém poklesu EVA a aj v prípade poklesu EVA na nižšiu kladnú hodnotu dochádza k vyplateniu bonusu.
- *Bonusový systém EVA (verzia XY)*
tento systém nevypláca bonusy na základe výšky hodnoty EVA, ale bonus je počítaný na základe zlepšenie hodnoty EVA oproti minulému obdobiu.
- *EVA bonusový systém – moderná verzia*
konečný bonus pre zamestnanca sa skladá z cieľového bonusu a fixného percenta z rozdielu prírastku ekonomickej pridanej hodnoty a očakávaného zlepšenie tohto ukazovateľa (Young a O'Byrne, 2001, s. 135-139)

Spoločnosť XY, a.s. nedosahuje počas celého obdobia kladné hodnoty EVA, preto ako najvhodnejší systém odmeňovania prichádza v úvahu bonusový systém EVA verzia XY, keďže tento systém zohľadňuje zmenu ukazovateľa a zamestnanci sú motivovaný bonusom aj v prípade záporného výsledku EVA. Vybraný odmeňovací model musí spoločnosť využívať najmenej po dobu troch rokov, behom ktorého bude mať adekvátny čas na prispôsobenie sa k systému riadenia tvorby hodnoty.

Odmeňovací bonus navrhujem vypočítavať ako pevné percento X (3%) z dosiahnutej hodnoty a spočítat' s pevným percentom Y (5%) z prírastku EVA. Pri výpočte vychádzam zo vzťahu:

$$\text{Bonus} = (\text{EVA} * 3\%) + (\Delta\text{EVA} * 5\%) \quad (26)$$

Súčasťou motivačného programu na odmeňovanie zamestnancov by malo byť taktiež vyplácanie iba časti dosiahnutého bonusu, za účelom dlhodobej motivácie pracovníkov. Z tohto dôvodu je potrebné vytvoriť tzv. bonus banku, v ktorej budú uložené dosiahnuté bonusy. V prípade dosiahnutia kladného bonusu pri kladnej hodnote EVA dôjde k výplate 1/2 bonusu. V opačnom prípade, keď bude bonus záporný, dôjde aj k zníženiu zostatku na bonusovom účte a žiadna odmena formou bonusu nebude vyplatená.

Tabuľka 36 Výpočet EVA bonusu v spoločnosti XY, a.s. (vlastné spracovanie)

v EUR	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011
EVA	-427 477	-204 299	-304 513	-383 155	-349 146
EVA*X%		-6 129	-9 135	-11 495	-10 474
Δ EVA		223 178	-100 214	-78 642	34 009
Δ EVA*Y%		11 159	-5 011	-3 932	1 700
EVA bonus		5 030	-14 146	-15 427	-8 774
Bonus banka		5 030	-9 116	-24 543	-33 317
Vyplatený bonus		0	0	0	0

Z tabuľky môžeme vidieť bonus účet, ktorý je okrem roku 2008 v záporných číslach. Pretože je hodnota ekonomickej pridanej hodnoty v celom sledovanom období záporná, nebudú vyplatené žiadne bonusy ani za rok 2008. V záujme zamestnancov by preto malo byť čo najskôr zvýšiť hodnotu EVA, aby sa mohla táto hodnota dostať do kladných čísiel a bonusy v bonusovej banke rástli a mohli byť vyplatené.

V tabuľke číslo 38 sa pokúsím stanoviť možný vývoj bonusového účtu banky v prípade že sa podnik dostane do kladných čísel ukazovateľa EVA. Z tabuľky je vidieť, spoločnosť pri odhadovaných hodnotách EVA dokáže vytvoriť kladný zostatok bonusového účtu až v roku 2016, kedy sa zamestnancom z tohto účtu vyplatí bonus vo výške 1 278 EUR. Ten sa následne rozdelí podľa dopredu určených percentných podielov na jednotlivé úrovne a v úrovniach medzi zamestnancov.

Tabuľka 37 Možný vývoj bonusového systému (vlastné spracovanie)

v EUR	2012	2013	2014	2015	2016
EVA	-204 890	-98 760	58 498	167 903	280 450
EVA*X%	-6146,7	-2 963	1 755	5 037	8 414
Δ EVA	144256	106 130	157 258	109 405	112 547
Δ EVA*Y%	7212,8	5 307	7 863	5 470	5 627
EVA bonus	1 066	2 344	9 618	10 507	14 041
Bonus banka	-32251	-29 907	-20 289	-9 782	4 259
Vyplatený bonus		0	0	0	1 278

9.3.4 Mindset

Poslednou fázou pred samotným zavedením konceptu EVA je uvedenie systému riadenia do povedomia všetkých zamestnancov pomocou školení a komunikácie. V tejto fázy musí implementačná skupina zaistiť školenia zamestnancov, uskutočniť semináre a v prípade

potreby iné formy praktického výcviku, ktoré zamestnancov oboznámia zo základnými princípmi ekonomickej pridanej hodnoty a spôsobmi akými každý pracovník môže prispieť k tvorbe hodnoty.

Prvými pracovníkmi v spoločnosti, ktorý budú preškolený musí byť implementačná skupina aby následne táto skupina bola schopná uskutočniť vhodné strategické rozhodnutia o koncepte EVA. Pre vyškolenie implementačného tímu by som navrhoval využiť, služby externej spoločnosti, ktorá túto skupinu preškolí počas dvoch týždňov formou seminárov, prednášok a praktických workshopov v rozsahu 4 hodín na deň. Táto skupina sa bude skladať z členov projektového tímu, ktorých som uviedol v kapitole 9.2. Základným účelom tohto školenia bude oboznámenie skupiny s ukazovateľom EVA kde by boli prebrané minimálne tieto témy:

- základná problematika merania výkonnosti
- predstavenie ekonomickej pridanej hodnoty ako moderného merítka,
- určovanie účtovných úprav na ekonomický model
- samotný výpočet celkovej hodnoty EVA a jeho čiastkových častí
- rozklad a identifikácia generátorov hodnoty
- vytvorenie motivačného systému odmeňovania

Druhou skupinou, ktorá bude preškolená by mali predstavovať vedúci pracovníci jednotlivých úsekov a zamestnanci, ktorý majú najväčší vplyv na tvorbu hodnoty pre spoločnosť. Ako formu školenia by som pre nich zvolil intenzívny dvojdenný kurz (2 x 8 hodín) na príprave, ktorého by sa podieľala implementačná skupina a externý poradca. V rámci školenia bude kladený dôraz na vysvetlenie základných princípov EVA a na identifikáciu generátorov hodnoty pre podnik. Do procesu školenia by mala byť zaradená aj praktická časť školenia ako aj úspešné príklady z iných podnikov.

Poslednou skupinou, ktorá musí byť oboznámená s konceptom ekonomickej pridanej hodnoty a jej princípmi sú ostatní pracovníci (približne 100 zamestnancov). V rámci zníženia nákladov projektu zavedenia EVA do podnikového riadenia by som navrhoval aby školenie týchto zamestnancov vykonal projektový tím počas piatich až šiestich pracovných dní. Zamestnanci budú rozdelený do piatich až šiestich samostatných skupín, ktoré absolvujú školenia v rozsahu 4 pracovných hodín tak aby nebola ohrozená prevádzková činnosť podniku. Obsah školenia by mal byť zameraný predovšetkým na základné pochopenie koncep-

tu a spôsobu akým môžu oni sami prispieť k tvorbe hodnoty a aké zmeny nastanú v systéme odmeňovania.

Spoločnosť XY, a.s. by sa aj po týchto školeniach mala zameriavať v budúcnosti na proces oboznamovania a prehlbovania znalostí o koncepte EVA u pracovníkov minimálne raz za rok. Taktiež by mala vytvoriť vhodné komunikačné prostredie, ktoré bude neustále podporovať povedomie o ekonomickej pridanej hodnote .

9.4 Plán implementácie

Ďalším dôležitým krokom je zostavenie časového harmonogramu implementácie. Zodpovednosť za zostavenie tohto plánu nesie implementačná skupina, ktorá okrem navrhnutia harmonogramu, určí jednotlivým aktivitám príslušné osoby vo firme, ktoré budú za ne zodpovedné.

V nasledujúcej tabuľke je znázornený časový harmonogram implementácie ekonomickej pridanej hodnoty do spoločnosti, spolu s aktivitami, ktoré je potrebné vykonať a s časovým odhadom, ktorý informuje koľko času by tieto aktivity mali zabrať. Aktivity sú zoradené do logického poradia, v ktorom bude implementácia prebiehať.

Tabuľka 38 Časový harmonogram implementácie EVA (vlastné spracovanie)

Aktivity/mesiace	1.	2.	3.	4.	5.	6.
Rozhodnutie o implementácii EVA	X					
Vytvorenie projektového tímu	X					
Školenie projektového tímu		X				
Measurement		X	X			
Management		X	X			
Motivation				X	X	
Školenie zamestnancov					X	
Zavedenie konceptu EVA					X	X

Keďže som odporúčal v predchádzajúcej časti práce implementovať a merať EVA v celom podniku, tak dĺžka implementácie odhadovaná na minimálny čas 6 mesiacov. Presný časový plán však nie je možné zostaviť pretože, celkový proces zavádzania je ovplyvnený mnohými faktormi a možnými komplikáciami. Najdlhšie obdobie zavádzanie zaberú fázy measurement, management a motivation, pri ktorých sa bude musieť projektový tím vykonať množstvo dôležitých činností náročných na časový fond.

V tabuľke číslo 40 sú pridelené zodpovedné subjekty za jednotlivé činnosti, ktoré musia byť v procese implementácie vykonané.

Tabuľka 39 *Zodpovednosť za jednotlivé aktivity* (vlastné spracovanie)

Aktivita	Odpovednosť
Rozhodnutie o implementácii EVA	Vrchlový management
Vytvorenie projektového tímu	Generálny riaditeľ
Školenie projektového tímu	Externý špecialista
Measurement	Finančný riaditeľ
Management	Implementačná skupina
Motivation	Implementačná skupina
Školenie zamestnancov	Implementačná skupina
Zavedenie konceptu EVA	Implementačná skupina

Pred samotným zavedením konceptu EVA do spoločnosti XY, a.s. je nutné pozorne skontrolovať, ako úspešne sú jednotlivé aktivity vykonávané.

Veľmi dôležitým rozhodnutím projektového tímu bude či spoločnosť zakúpi vhodný informačný systém, ktorý podporí hladké zavádzanie a evidenciu EVA. Na trhu je množstvo informačných systémov, ktorých súčasťou je aj metóda pridanej hodnoty. Spoločnosť má možnosť rozhodnúť sa aj pre menej finančne náročné riešenie, kde by stačilo rozšíriť stávajúci informačný systém o základné prvky pre metódu ekonomickej pridanej hodnoty.

10 ZHODNOTENIE PROJEKTU IMPLEMENTÁCIE

Na záver svojej diplomovej práce sa pokúsim zhodnotiť projekt implementácie konceptu EVA do podnikového riadenia spoločnosti XY, a.s.. Pokúsim sa stanoviť aké prínosy a náklady predstavuje zavedenie tohto konceptu pre spoločnosť a aké riziká sú spojené so samotným procesom implementácie.

10.1 Prínosy

Zavedením konceptu EVA v prípade analyzovanej spoločnosti, môže viesť k výraznému zlepšeniu výkonnosti podniku. Počas celého sledovaného obdobia spoločnosť nevytvárala hodnotu pre vlastníkov a jej výkonnosť bola posudzovaná iba na základe tradičných ukazovateľov, ktoré v súčasnosti majú množstvo obmedzení a neakceptujú dve hlavne podmienky rizika a času. Prínosmi pre podnik budú:

- Možnosť posúdenia výkonnosti na základe moderného merítka, ktorý je presnejší a zobrazuje aká hodnota bola vytvorená pre vlastníkov
- Prínosom pre spoločnosť bude určite rozlíšenie majetku a činností podniku na operatívne a neoperatívne. Vyčíslení nákladov na vlastný a cudzí kapitál
- Určenie generátorov hodnoty na základe, ktorých môže spoločnosť presne určiť aké faktory a veličiny majú najpodstatnejší vplyv na zvýšenie ekonomickej pridanej hodnoty
- Zostavenie nového motivačného systému odmeňovania na základe bonusového systému, ktorý zmení doterajšiu štruktúru miezd. Motivačná zložka mzdy bude závisieť od dosiahnutej hodnoty podniku a tým pádom sa dosiahne prepojenie záujmov vlastníkov zo zamestnancami

Budúci vývoj ukazovateľa EVA sa nedá v tejto pozícii presne odhadnúť, no po zavedení konceptu sa predpokladá pozitívny rast hodnôt.

10.2 Náklady

Projekt zavádzania ekonomickej pridanej hodnoty nesie zo svojou realizáciou náklady. Tieto náklady som sa pokúsil zobrazit' v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 40 *Predpokladané náklady implementácie* (vlastné spracovanie)

v EUR	Náklady
Náklady na školenie	8 300
Náklady na externého poradcu	2 700
Náklady na software	5 500
Mzdy projektového tímu	3 000
Ostatné náklady	2 000

Najväčšiu časť nákladov budú tvoriť náklady na vyškolenie projektového tímu a ostatných zamestnancov spoločnosti. Tieto odhadnuté náklady na školenie vychádzajú z navrhnutého modelu školenia vo fáze mindset, kde som rozdelil zamestnancov do troch skupín. Prvá skupina (projektový tím) bude školená v rozsahu 40 hodín (10 x 4 hodín) prostredníctvom externej spoločnosti. Druhá skupina (vedúci pracovníci a zamestnanci s najväčším vplyvom na tvorbu hodnoty) absolvujú intenzívne školenie v trvaní dvoch dní po 8 hodín, na ktorého tvorbe sa bude podieľať externá spoločnosť a implementačná skupina. Posledná skupina (ostatní zamestnanci) bude školená 4 hodiny na jednu skupinu. (5 skupín) prostredníctvom vnútro podnikového školenia.

Do predpokladaných nákladov som zahrnul aj náklady na rozšírenie súčasného informačného systému o moduly potrebné na pracovanie s ekonomickou pridanou hodnotou.

Náklady na externého špecialistu v sebe zahŕňajú poradenskú činnosť špecialistu pri predstavení konceptu EVA vo firme, expertnom poradenstve pri fázach measurementu a managementu spolu s fázou motivation. Na záver uskutoční celkovú kontrolu zavedenia konceptu v spoločnosti. Toto poradenstvo bude v rozsahu 5 pracovných dní (40 hodín).

Okrem týchto nákladov, musí spoločnosť počítať zo mzdovou zložkou projektového tímu a inými nákladmi, ktoré sa projektu dotýkajú (informačné letáky, publikácie...)

10.3 Rizika

Každý projekt má svoje riziká a kritické body, ktoré môžu počas procesu nastať. Preto je vhodné stanoviť tieto špecifické riziká dopredu. Medzi hlavné riziká späté so zavedením konceptu ekonomickej pridanej hodnoty patria:

- Riziko nedostatočného finančného rozpočtu projektu, keďže spoločnosť sa rozhodla pre zavádzanie väčšiny fáz vo vlastnej réžii a preto je ťažké vyčíslit' náklady a čas, ktorý bude musieť byť obetovaný na úspešné uskutočnenie jednotlivých fáz
- Riziko vykonania nesprávnych rozhodnutí pri fázach 4M a s ním spojené riziko nesprávneho určenia úprav účtovných výkazov, ktoré majú byť podkladom pre výpočet EVA
- Riziko zle nastaveného bonusového systému odmeňovania zamestnancov, ktorý nepovedie k prepojeniu záujmov vlastníkov so záujmami zamestnancov
- Riziko nedostatočnej informovanosti a povedomí o koncepte v podniku, nedostatočné pochopenie konceptu zo strany zamestnancov, čo môže viesť k znižovaniu hodnoty

Poznanie a presné špecifikovanie rizika je pre úspešný projekt kľúčovou záležitosťou. Po úspešnej identifikácii rizík samotnej implementácie je možné pre implantačnú skupinu vytvoriť protiopatrenia, ktoré ich vznik výrazne obmedzia.

11 ZÁVER

Hlavným cieľom mojej diplomovej práce bolo zhodnotiť finančnú výkonnosť spoločnosti XY, a.s. na základe konceptu ekonomickej pridanej hodnoty a následne navrhnúť projekt implementácie tohto konceptu do podnikového riadenia.

Základom pre využitie konceptu EVA pre spoločnosť XY, a.s. sa stala teoretická časť práce, ktorá sa zamerala na popísanie tradičných a moderných ukazovateľov výkonnosti podniku s hlavným zameraním na ekonomickú pridanú hodnotu.

V praktickej časti práce som po úvodnom prestavení podniku a následnej analýze vnútorného a vonkajšieho prostredia vypracoval finančnú analýzu. Tá preukázala, že spoločnosť z pohľadu tradičných ukazovateľov dosahuje kladný výsledok hospodárenia, s veľmi nízkou rentabilitou a primeranou zadlženosťou. Na konci finančnej analýzy som vypracoval celkové zhrnutie výsledkov, ktoré hodnotí jednotlivé skúmané oblasti.

Ďalšia časť práce obsahuje zhodnotenie výkonnosti podniku pomocou konceptu EVA. Prvým krokom bolo vykonanie úprav účtovných výkazov a výpočet vážených priemerných nákladov. Po získaní týchto údajov som prešiel k samotnému výpočtu EVA a pre porovnanie s týmto modelom som vypočítal EVA aj na základe účtovného modelu. V oboch prípadoch sa nachádzali výsledne hodnoty EVA v záporných hodnotách, ktoré nevykazovali žiadny vývojový trend.

K identifikácii hlavných generátorov hodnôt som využil pyramidálny rozklad a citlivostnú analýzu. V práci som podrobne rozobral pyramidálny rozklad za posledné obdobie rokov 2010 – 2011 kde vykázala EVA zvýšenie oproti minulému obdobiu. Cieľom teda bolo zistiť, ktoré faktory sa podieľali na tomto pozitívnom vývoji. Ako najvýznamnejšie faktory boli identifikované u spoločnosti XY, a.s. podiel pridanej hodnoty na tržbách a osobných nákladoch na tržbách.

V poslednej časti som navrhol proces implementácie ekonomickej pridanej hodnoty na základe tzv. „4M“ fáz, vrátane časového harmonogramu projektu a pridelení zodpovednosti za jednotlivé aktivity. Na záver práce som zhodnotil prínosy, náklady a riziká, ktoré súvisia s implementáciou konceptu EVA.

Verím, že diplomová práca bude užitočná aj pre spoločnosť XY, a.s. a prinesie manažmentu nové myšlienky pre riadenie firmy a pomôže k zlepšeniu výkonnosti.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Monografické publikácie:

1. BLAHA, Z. & JINDŘICHOVSKÁ, I. 2006. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3., rozš. vyd. Praha: Management Press, 194 s. ISBN 80-7261-145-3.
2. FIBROVÁ, J. & ŠOLJAKOVÁ, L. 2005. *Hodnotové nástroje řízení a měření výkonnosti podniku*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 263 s. ISBN 80-7357-084-x
3. GRÜNWARD, R. & HOLEČKOVÁ, J. 2008. *Finanční analýza a plánování podniku*. 3. vyd. Praha: Oeconomica, 180 s. ISBN 978-80-245-1108-5
4. KISLINGEROVÁ, E. 2010. *Manažerské finance*. 3. vyd. V Praze: C.H. Beck, 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9
5. KISLINGEROVÁ, E. 2001. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 367 s. ISBN 80-7179-529-1
6. KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. & ŠTEKER, K. 2013. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 236 s. ISBN 978-80-247-4456-8
7. MAŘÍK, M. 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5
8. MAŘÍK, M. 1998. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS. 206 s. ISBN 80-861-1909-2
9. MAŘÍK, M. & MAŘÍKOVÁ, P. 2005. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. Přeprac. vyd. Praha: Ekopress, 164 s. ISBN 80-86119-61-0
10. MARINIČ, P. 2008. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Praha: Grada, 232 s. ISBN 978-80-247-2432-4
11. NEUMAIEROVÁ, I. & NEUMAIER, I. 2002. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Vyd. 1. Praha: Grada, 215 s. ISBN 80-247-0125-1
12. PAVELKOVÁ, D. & KNÁPKOVÁ, A. 2005. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Vyd. 1. Praha: Linde, 302 s. ISBN 80-8613-163-7
13. SEDLÁČEK, J. 2011. *Finanční analýza podniku*. 2. aktualiz. vyd. Brno: Computer Press. 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6

14. WAGNER, J. 2009. *Měření výkonnosti: jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti*. 1. vyd. Praha: Grada, 248 s. ISBN 978-80-247-2924-4
15. YOUNG, S. & O'BYRNE, S. 2001. *EVA and value-based management: a practical guide to implementation*. New York: McGraw-Hill. 493 s. ISBN 007-13-6439-0

Internetové zdroje:

16. BOSTAN, I. MATES, D. Implications of the EVA model use in the firm resources performant allocation plan. In *Accounting and Management Information Systems* [online]. 2004 [cit. 2013-03-25]. Dostupné z: <<http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=13&hid=122&sid=e64d5acc-2b60-4a2d-b77b-d5b3855cb936%40sessionmgr104>>.
17. DAMODARAN ONLINE © 2013. Levered and Unlevered Betas by Industry. *Pages.stern.nyu.edu/~adamodar* [online]. [cit. 2013-04-05]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html>.
18. DAMODARAN ONLINE © 2013. Risk Premium for other Markets. *Pages.stern.nyu.edu/~adamodar* [online]. [cit. 2013-04-05]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html>.
19. GRUNDY, T. 2012. All about EVA. In *ACCA* [online] [cit. 2013-03-26]. Dostupný z: <<http://www.accaglobal.com/en/member/cpd/financial-management/cpd-articles/about-eva.html>>.
20. GRUNDY, T. 2013. The value of economic value In. *Accounting and Business international* [online] [cit. 2013-03-23]. Dostupný z: <http://issuu.com/accaglobal_publications/docs/ab_int_apr13_comp_lo_res2>.
21. KISLINGEROVÁ, E. 2000. Ekonomická přidaná hodnota – II. In *Ekonom* [online]. 2000 [cit. 2013-03-21]. Dostupný z: <<http://ekonom.ihned.cz/c1-992438-ekonomicka-pridana-hodnota-ii>>.
22. KOLAŘÍK, R. 2007. Doporučení pro implementaci EVA. In *Moderní řízení* [online] [cit. 2013-03-25]. Dostupný z: <[http://modernirizeni.ihned.cz/index.php?p=600000_d&&article\[id\]=20599610&article\[area_id\]=10008550](http://modernirizeni.ihned.cz/index.php?p=600000_d&&article[id]=20599610&article[area_id]=10008550)>.
23. MPO © 2005. Analytické materiály a štatistiky *MPO.cz* [online]. [cit. 2013-04-03]. Dostupné z: <<http://www.mpo.cz/cz/infa.html>>.

24. OECD © 2013. Economic Surveys: Slovak Republic 2012 *Oecd-ilibrary.org* [online]. [cit. 2013-04-03]. Dostupné z: <http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-slovak-republic-2012/fiscal-deficit-and-10-year-government-bond-rates_eco_surveys-svk-2012-graph6-en>.
25. STERN STEWART & CO © 2009. Corporate Governance. *Sternstewart.com* [online]. [cit. 2013-04-03]. Dostupné z: <http://www.sternstewart.com/research/200903_Corporate%20Governance.pdf>.
26. ŠTATISTICKÝ ÚRAD SR © 2013. Ukazovatele ekonomického vývoja SR - Prímysel *Portal.statistics.sk* [online]. [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: <<http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=188>>.
27. TRADING ECONOMICS ©2012. Slovakia - National statistics. *Trading Economics* [online]. [cit. 2013-03-28]. Dostupné z: <<http://www.tradingeconomics.com/slovakia/indicators>>.
28. VALUE BASED MANAGEMENT.NET © 2013. Excess return. *Valuebasedmanagement.net* [online]. [cit. 2013-03-30]. Dostupné z: <http://www.valuebasedmanagement.net/methods_er.html>.

Ostatné zdroje:

29. Interné materiály spoločnosti XY a.s.
30. Účtovné závierky spoločnosti XY, a.s. 2007 – 2011
31. Webové stránky spoločnosti XY, a.s.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	Aktíva
BÚ	Bankové úvery
C	Celkový kapitál
CAMP	Model oceňovania kapitálových aktív
CF	Peňažný tok
CFROI	Operatívna návratnosť investície
CZ,CK	Cudzí kapitál
ČPK	Čistý pracovný kapitál
ČZ	Čistý zisk
DCF	Diskontovaný cash flow
DFM	Dlhodobý finančný majetok
DHM	Dlhodobý hmotný majetok
DM	Dlhodobý majetok
DNM	Dlhodobý nehmotný majetok
EAT	Čistý zisk
EBIT	Zisk pred zdanením a úrokmi
EBITDA	Zisk pred zdanením, úrokmi a odpismi
EBT	Zisk pred zdanením
EPS	Zisk na akciu
ER	Excess Return
EVA	Ekonomická pridaná hodnota
FCF	Voľné cash flow
I	Investícia
i	Úroková sadzba
KBU	Krátkodobé bankové úvery

KZ	Krátkodobé závazky
MPO ČR	Ministerstvo priemyslu a obchodu Českej republiky
MVA	Tržná pridaná hodnota
N	Náklady
N_{CK}	Náklady na cudzí kapitál
NOA	Čisté operatívne aktíva
NOPAT	Čistý operatívny zisk po zdanení
NPV	Čistá súčasná hodnota
NÚ	Nákladové úroky
N_{VK}	Náklady na vlastný kapitál
OA	Obežná aktíva
P	Pasíva
PH	Pridaná hodnota
PV	Súčasná hodnota
r_e	Alternatívne náklady vlastného kapitálu
r_f	Bezriziková úroková miera
$r_{FinStab}$	Riziková prirážka za finančnú stabilitu
r_{finstr}	Riziková prirážka za finančnú štruktúru
r_{LA}	Riziková prirážka za nízku likvidnosť
r_m	Priemerná výnnosnosť kapitálového trhu
ROA	Rentabilita aktív
ROE	Rentabilita vlastného kapitálu
ROI	Rentabilita investovaného kapitálu
RONA	Rentabilita čistých operatívnych aktív
ROS	Rentabilita tržieb
$r_{podnikateľské}$	Riziková prirážka za podnikateľské riziko

SWOT	Analýza silných a slabých stránok, hrozieb a príležitostí
T	Tržby, sadzba dane z príjmov
V	Výnosy
VH	Výsledok hospodárenia
VK	Vlastný kapitál
WACC	Priemerná náklady kapitálu
ZC	Zostatková cena
β	Koeficient vyjadrujúci relatívnu rizikovosť daného podniku vo vzťahu k priemernej rizikovosti trhu

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázok 1 <i>Organizačná štruktúra</i> (interné materiály spoločnosti XY, a.s.).....	39
Obrázok 2 <i>Štruktúra zamestnancov</i> (interné materiály spoločnosti XY, a.s.).....	40
Obrázok 3 <i>Vývoj VH za sledované obdobie</i> (vlastné spracovanie).....	47
Obrázok 4 <i>Štruktúra VH pred zdanením a úrokmi</i> (vlastné spracovanie)	48
Obrázok 5 <i>Vývoj indexu IN05</i> (vlastné spracovanie).....	55
Obrázok 6 <i>Vývoj nákladov spoločnosti XY, a.s.</i> (vlastné spracovanie)	69
Obrázok 7 <i>Porovnanie hodnôt EVA</i> (vlastné spracovanie)	70
Obrázok 8 <i>Pyramidálny rozklad</i> (vlastné spracovanie).....	72

SEZNAM TABULEK

Tabuľka 1 <i>Vývoj ukazovateľov finančnej výkonnosti podniku</i> (Pavelková a Knápková, 2005, s. 13).....	14
Tabuľka 3 <i>Vývoj počtu zamestnancov</i> (vlastné spracovanie)	40
Tabuľka 4 <i>Majetková a finančná štruktúra podniku</i> (vlastné spracovanie)	45
Tabuľka 5 <i>Analýza výnosov a nákladov</i> (vlastné spracovanie)	46
Tabuľka 6 <i>Vývoj čistého pracovného kapitálu</i> (vlastné spracovanie)	48
Tabuľka 7 <i>Ukazovatele rentability</i> (vlastné spracovanie)	49
Tabuľka 8 <i>Vývoj multiplikátoru vlastného kapitálu</i> (vlastné spracovanie)	49
Tabuľka 9 <i>Ukazovatele zadlženosti</i> (vlastné spracovanie)	50
Tabuľka 10 <i>Ukazovatele likvidity</i> (vlastné spracovanie)	51
Tabuľka 11 <i>Ukazovatele aktivity</i> (vlastné spracovanie)	52
Tabuľka 12 <i>Analýza ďalších ukazovateľa</i> (vlastné spracovanie)	53
Tabuľka 13 <i>Výpočet Altmanového modelu - Z-skóre</i> (vlastné spracovanie)	54
Tabuľka 14 <i>Výpočet indexu IN05</i> (vlastné spracovanie)	55
Tabuľka 15 <i>Vývoj účtovnej hodnoty aktív</i> (vlastné spracovanie)	58
Tabuľka 16 <i>Vývoj hodnoty DFM portfóliového charakteru</i> (vlastné spracovanie).....	58
Tabuľka 17 <i>Hodnota nepredajných zásob</i> (vlastné spracovanie).....	59
Tabuľka 18 <i>Vývoj neúročených cudzích zdrojov</i> (vlastné spracovanie).....	60
Tabuľka 19 <i>Vymedzenie NOA v jednotlivých rokoch</i> (vlastné spracovanie)	61
Tabuľka 20 <i>Vývoj výsledku hospodárenia pred zdanením</i> (vlastné spracovanie)	61
Tabuľka 21 <i>Vývoj nákladových úrokov</i> (vlastné spracovanie)	61
Tabuľka 22 <i>Vývoj mimoriadnych položiek N a V</i> (vlastné spracovanie)	62
Tabuľka 23 <i>Vymedzenie NOPAT v spoločnosti XY, a.s.</i> (vlastné spracovanie).....	63
Tabuľka 24 <i>Vymedzenie kapitálu</i> (vlastné spracovanie).....	63
Tabuľka 25 <i>Náklady na bankový úver 1. spôsob</i> (vlastné spracovanie).....	64
Tabuľka 26 <i>Náklady na bankový úver 2. spôsob</i> (vlastné spracovanie).....	64
Tabuľka 27 <i>Náklady na leasing</i> (vlastné spracovanie).....	65
Tabuľka 28 <i>Priemerné náklady dlhu spoločnosti XY, a.s.</i> (vlastné spracovanie).....	65
Tabuľka 29 <i>Výpočet nákladov vlastného kapitálu – CAMP</i> (vlastné spracovanie).....	66
Tabuľka 30 <i>Výpočet nákladov na VK – stavebnicový model</i> (vlastné spracovanie)	67
Tabuľka 31 <i>Odvedenie nákladov na VK z nákladov na CK</i> (vlastné spracovanie).....	67
Tabuľka 32 <i>Priemerné náklady na vlastný kapitál</i> (vlastné spracovanie).....	68

Tabuľka 33 <i>Výpočet priemerných nákladov kapitálu</i> (vlastné spracovanie).....	68
Tabuľka 34 <i>Výpočet EVA spoločnosti XY, a.s.</i> (vlastné spracovanie).....	69
Tabuľka 35 <i>EVA podľa účtovného modelu MPO ČR</i> (vlastné spracovanie).....	70
Tabuľka 36 <i>Citlivostná analýza spoločnosti XY, a.s.</i> (vlastné spracovanie).....	74
Tabuľka 37 <i>Výpočet EVA bonusu v spoločnosti XY, a.s.</i> (vlastné spracovanie).....	83
Tabuľka 38 <i>Možný vývoj bonusového systému</i> (vlastné spracovanie).....	83
Tabuľka 39 <i>Časový harmonogram implementácie EVA</i> (vlastné spracovanie).....	85
Tabuľka 40 <i>Zodpovednosť za jednotlivé aktivity</i> (vlastné spracovanie).....	86
Tabuľka 41 <i>Predpokladané náklady implementácie</i> (vlastné spracovanie).....	88

SEZNAM PŘÍLOH

P I Rozvaha společnosti XY, a.s. roky 2007, 2008

P II Rozvaha společnosti XY, a.s. roky 2009-2011

P III Výkaz ziskov a strát společnosti XY, a.s. roky 2007, 2008

P IV Výkaz ziskov a strát společnosti XY, a.s. roky 2008-2011

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA SPOLOČNOSTI XY, A.S. ROKY 2007,2008

v tis. SK	2007	2008
Aktíva	164 815	150 203
Neobežný majetok	91 981	93 462
Dlhodobý nehmotný majetok	1 942	1 767
Aktivované náklady na vývoj	237	118
Softvér	186	130
Ostatný dlhodobý nehmotný majetok	1 519	1 519
Dlhodobý hmotný majetok	25 972	27 628
Pozemky	7 229	7 275
Stavby	0	0
Samostatne hnutelné veci	17 347	19 857
Ostatný dlhodobý hmotný majetok	1 396	496
Dlhodobý finančný majetok	64 067	64 067
Podielové cenné papiere v dcérskej účtovnej jednotke	38 585	38 585
Podielové cenné papiere a podiely v spoločnosti s podstatným vplyvom	25 001	25 001
Ostatné dlhodobé cenné papiere a podiely	481	481
Obežný majetok	72 219	56 175
Zásoby	18 500	10 371
Materiál	8 206	6 582
Nedokončená výroba a polotovary	8 200	999
Výrobky	2 094	2 790
Dlhodobé pohľadávky	15 001	376
Pohľadávky z obchodného styku	12 999	0
Iné pohľadávky	1 852	52
Odložená daňová pohľadávka	150	324
Krátkodobé pohľadávky	29 970	28 129
Pohľadávky z obchodného styku	28 356	26 261
Iné pohľadávky	1 614	1 868
Finančné účty	8 748	17 299
Peniaze	292	182
Účty v bankách	8 456	17 117
Časové rozlíšenie aktív	615	566
Náklady budúcich období	596	550
Príjmy budúcich období	16	19

Pasíva	164 815	150 203
Vlastné imanie	91 500	95 634
Základné imanie	63 856	63 856
Kapitálové fondy	-1 345	-1 345
Ostatné kapitálové fondy	1 659	1 659
Oceňovacie rozdiely z kapitálových účastí	-3 004	-3 004
Fondy zo zisku	16 629	16 629
Zákonný rezervný fond	16 183	16 183
Štatutárne fondy a ostatné fondy	446	446
Výsledok hospodárenia minulých rokov	11 757	12 255
Nerozdelený zisk minulých rokov	11 757	12 255
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie	603	4 239
Závazky	73 212	54 555
Rezervy	4 480	5 534
Ostatné dlhodobé rezervy	283	283
Krátkodobé rezervy	4 197	5 251
Dlhodobé záväzky	15 335	9 355
Dlhodobé záväzky z obchodného styku	3 086	998
Dlhodobé záväzky voči dcérskej účtovnej jednotke	8 370	3 945
Záväzky zo sociálneho fondu	671	869
Ostatné dlhodobé záväzky	1 596	1 931
Odložený daňový záväzok	1 612	1 612
Krátkodobé záväzky	28 861	34 818
Záväzky z obchodného styku	23 343	17 332
Nevyfakturované dodávky	58	38
Záväzky voči dcérskej účtovnej jednotke	0	12 008
Záväzky voči spoločníkom	0	0
Záväzky voči zamestnancom	2 522	2 318
Záväzky zo sociálneho poistenia	2 047	1 525
Daňové záväzky a dotácie	891	1 327
Ostatné záväzky	0	270
Bankové úvery a výpomoci	24 536	4 848
Bežné bankové úvery	24 536	4 848
Časové rozlíšenie pasív	103	14
Výdavky budúcich období	103	14

PŘÍLOHA P II: ROZVAHA SPOLOČNOSTI XY, A.S. ROKY 2009-2011

v EUR	2009	2010	2011
Aktiva	4 553 082	5 089 544	5 215 335
Neobežný majetok	3 061 998	2 897 396	3 104 187
Dlhodobý nehmotný majetok	50 423	58 412	68 024
Aktivované náklady na vývoj	2	0	0
Softvér	0	7 991	17 599
Ostatný dlhodobý nehmotný majetok	50 421	50 421	50 421
Dlhodobý hmotný majetok	884 936	712 345	909 428
Pozemky	241 480	135 454	86 793
Stavby	0	0	324 940
Samostatne hnutelné veci	625 882	551 848	477 515
Ostatný dlhodobý hmotný majetok	17 574	25 043	20 180
Dlhodobý finančný majetok	2 126 639	2 126 639	2 126 739
Podielové cenné papiere v dcérskej účtovnej jednotke	1 280 792	1 280 792	1 280 892
Podielové cenné papiere a podiely v spoločnosti s podstatným vplyvom	829 881	829 881	829 881
Ostatné dlhodobé cenné papiere a podiely	15 966	15 966	15 966
Obežný majetok	1 483 635	2 149 423	2 074 039
Zásoby	536 603	726 244	689 331
Materiál	189 906	259 545	297 136
Nedokončená výroba a polotovary	276 316	400 182	298 524
Výrobky	70 381	66 517	93 671
Dlhodobé pohľadávky	11 348	22 640	22 640
Pohľadávky z obchodného styku	0	0	
Iné pohľadávky	0	0	
Odložená daňová pohľadávka	11 348	22 640	22 640
Krátkodobé pohľadávky	922 505	1 385 350	1 340 125
Pohľadávky z obchodného styku	869 532	1 318 349	1 191 360
Iné pohľadávky	52 973	67 001	148 765
Finančné účty	13 179	15 189	21 943
Peniaze	3 824	5 508	7 222
Účty v bankách	9 355	9 681	14 721
Časové rozlíšenie aktív	7 449	42 725	37 109
Náklady budúcich období	6 149	42 725	37 109
Príjmy budúcich období	1 300	0	0

Pasíva	4 553 082	5 089 544	5 215 335
Vlastné imanie	3 179 588	3 190 934	3 206 089
Základné imanie	2 119 631	2 120 019	2 120 019
Kapitálové fondy	-44 630	-44 630	-44 630
Ostatné kapitálové fondy	55 071	55 071	55 071
Oceňovacie rozdiely z kapitálových úcastí	-99 701	-99 701	-99 701
Fondy zo zisku	551 987	551 599	551 599
Zákonný rezervný fond	537 167	536 779	536 779
Štatutárne fondy a ostatné fondy	14 820	14 820	14 820
Výsledok hospodárenia minulých rokov	544 200	552 600	563 947
Nerozdelený zisk minulých rokov	544 200	552 600	563 947
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie	8 400	11 346	0
Záväzky	1 373 494	1 898 610	15 154
Rezervy	72 663	8 685	2 009 088
Ostatné dlhodobé rezervy	0	0	0
Krátkodobé rezervy	72 663	8 685	102 034
Dlhodobé záväzky	119 792	218 597	265 009
Dlhodobé záväzky z obchodného styku	0	0	
Dlhodobé záväzky voči dcérskej účtovnej jednotke	0	0	
Záväzky zo sociálneho fondu	32 391	32 474	33 215
Ostatné dlhodobé záväzky	33 897	132 619	177 060
Odložený daňový záväzok	53 504	53 504	54 734
Krátkodobé záväzky	1 039 681	1 231 955	1 298 208
Záväzky z obchodného styku	642 600	842 672	841 015
Nevyfakturované dodávky	7 701	13 141	24 359
Záväzky voči dcérskej účtovnej jednotke	271 769	236 048	202 488
Záväzky voči spoločníkom	0	0	38 399
Záväzky voči zamestnancom	64 917	73 092	114 695
Záväzky zo sociálneho poistenia	40 719	47 043	55 827
Daňové záväzky a dotácie	11 967	19 959	21 368
Ostatné záväzky	8	0	57
Bankové úvery a výpomoci	141 358	439 373	343 837
Bežné bankové úvery	141 358	439 373	343 837
Časové rozlíšenie pasív	0	0	158
Výdavky budúcich období	0	0	158

**PŘÍLOHA P III: VÝKAZ ZISKOV A STRÁT SPOLOČNOSTI XY, A.S.
ZA ROKY 2007, 2008**

v tis. EUR	2007	2008
Tržby z predaja tovaru	6 926	3 574
Náklady na predaný tovar	6 087	3 212
Obchodná marža	839	362
Výroba	185 053	176 499
Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb	181 270	181 327
Zmeny stavu vnútroorganizačných zásob	1 662	-6 466
Aktivácia	2 121	1 638
Vyrobná spotreba	113 504	102 802
Spotreba materiálu	72 614	67 526
Služby	40 890	35 276
Pridaná hodnota	72 388	74 059
Osobné náklady	61 196	56 714
Mzdové náklady	44 286	41 345
Odmeny členom orgánov spoločnosti	678	0
Náklady na sociálne poistenie	14 756	13 878
Sociálne náklady	1 476	1 494
Dane a poplatky	485	217
Odpisy a opravné položky k DNM a DHM	9 764	10 224
Tržby z predaja DM	3 197	2 341
Zostatková cena predaného DM	904	1 992
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	1 653	109
Ostatné náklady na hospodársku činnosť	659	716
Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti	4 230	6 646
Tržby z predaja CP a podielov	12 999	0
Predané CP a podiely	12 999	0
Výnosy z cenných papierov a podielov v dcérskej spoločnosti	0	2 000
Výnosové úroky	470	301
Nákladové úroky	2 243	1 901
Kurzové zisky	1 452	1 121
Kurzové straty	850	1 800
Ostatné výnosy z finančnej činnosti	303	2
Ostatné náklady na finančnú činnosť	2 435	1 475
Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti	-3 303	-1 752
Daň z príjmov z bežnej činnosti	324	655
splatná	474	829
odložená	-150	-174
Výsledok hospodárenia z bežnej činnosti p6 zdanení	603	4 239
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie	603	4 239

**PŘÍLOHA P IV: VÝKAZ ZISKOV A STRÁT SPOLOČNOSTI XY, A.S.
ZA ROKY 2009-2011**

v EUR	2009	2010	2011
Tržby z predaja tovaru	45 879	21 007	25 590
Náklady na predaný tovar	41 484	18 626	22 347
Obchodná marža	4 395	2 381	3 243
Výroba	4 019 377	4 652 713	6 103 204
Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb	3 710 343	4 431 748	6 132 716
Zmeny stavu vnútroorganizačných zásob	220 089	120 497	-74 504
Aktivácia	88 945	100 468	44 992
Vyrobná spotreba	2 263 203	2 970 988	3 760 973
Spotreba materiálu	1 543 632	1 866 187	2 199 063
Služby	719 571	1 104 801	1 561 910
Pridaná hodnota	1 760 569	1 684 106	2 345 474
Osobné náklady	1 449 312	1 409 042	2 040 460
Mzdové náklady	1 066 313	1 020 328	1 521 651
Odmeny členom orgánov spoločnosti	0	0	0
Náklady na sociálne poistenie	342 487	347 997	467 107
Sociálne náklady	40 512	40 717	51 702
Dane a poplatky	8 966	8 313	8 491
Odpisy a opravné položky k DNM a DHM	289 484	236 907	208 910
Tržby z predaja DM	13 729	316 666	161 015
Zostatková cena predaného DM	14 388	276 371	157 095
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	46 454	11 709	12 148
Ostatné náklady na hospodársku činnosť	3 666	5 127	12 696
Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti	54 936	76 721	90 985
Tržby z predaja CP a podielov	0	0	0
Predané CP a podiely	0	0	0
Výnosy z cenných papierov a podielov v dcérskej spo	0	0	0
Výnosové úroky	4 754	2 144	3 055
Nákladové úroky	17 581	21 225	32 370
Kurzové zisky	11 157	86	117
Kurzové straty	1 711	1 314	734
Ostatné výnosy z finančnej činnosti	3	115	850
Ostatné náklady na finančnú činnosť	38 363	39 324	39 564
Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti	-41 741	-59 518	-68 646
Daň z príjmov z bežnej činnosti	4 796	5 856	7 185
splatná	5 379	17 149	5 955
odložená	-583	-11 293	1 230
Výsledok hospodárenia z bežnej činnosti p6 zdanení	8 399	11 347	15 154
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie	8 399	11 347	15 154